

Обзор рынка

Еврооблигации

Очередная порция статистики вновь подтвердила пессимистичный прогноз развития мировой экономики, стимулировав переток средств в сторону безрисковых Treasuries. На таком фоне акции и прочие рискованные активы сегодня, по всей видимости, окажутся не в фаворе..

Рублевые облигации

В понедельник котировки большинства рублевых облигаций снизились. Все указывает на то, что тенденция к росту доходности сохранится, хотя до конца года сильного падения быть не должно.

Валютный рынок

Резкий рост курса доллара к большинству мировых валют проявился вчера и в паре доллар-евро. В результате упал и курс рубля к доллару до многолетнего минимума. Риски его дальнейшего снижения обусловлены в первую очередь политикой ЦБ, направленной на ослабление рубля к бивалютной корзине.

Новости эмитентов

- X5 Retail Group вчера объявила финансовые результаты за 9 мес. 2008 г. по МСФО

Далее в выпуске

- Soup du Jour: Вторник - Экономика еврозоны
- Карты процентных ставок

Будь в курсе

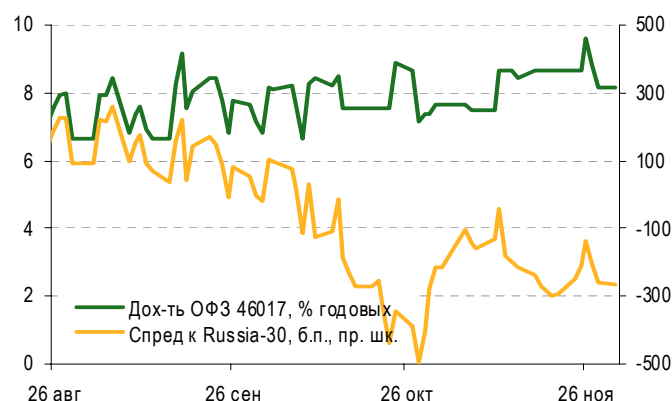
	Значение	Изменение
Курс доллара ЦБ, руб.	▲ 27.9409	0.3349
Курс евро ЦБ, руб.	▼ 35.4095	-0.3071
EUR/USD	▼ 1.2606	-0.0144
MIACR на 1 день, %	▼ 8.65	-0.780
Остатки на счетах в ЦБ, млрд. руб.	▼ 882.7	-56.50
Средневз. дох-ть ОБР-ОФЗ, %	▲ 8.30	0.165
RUX-Cbonds, средневз. дох-ть, %	▼ 18.15	-0.800
Сальдо операций ЦБ, млрд. руб.	-107.00	
РЕПО с ЦБ, млрд. руб.	153.75	
Средневз. ставка РЕПО, %	9.21	
	Значение	Изменение, б.п.
UST-2, доходность, %	▼ 0.985	-11.0
UST-10, доходность, %	▼ 2.922	-5.8
Bund-2, доходность, %	▼ 2.120	-6.8
Bund-10, доходность, %	▼ 3.254	-0.4
LIBOR 3m, %	▲ 2.217	1.44
Russia-30, % от номинала	▲ 83.4	72.4
Brazil-40, % от номинала	▼ 117.1	-21.4
Turkey-30, % от номинала	▼ 133.3	-30.3
Venezuela-27, % от номинала	▼ 66.9	-19.6
Спред EMBIG, б.п.	▼ 748	-3

Источник: PTC, ММБ, ЦБ РФ, Bloomberg, Cbonds

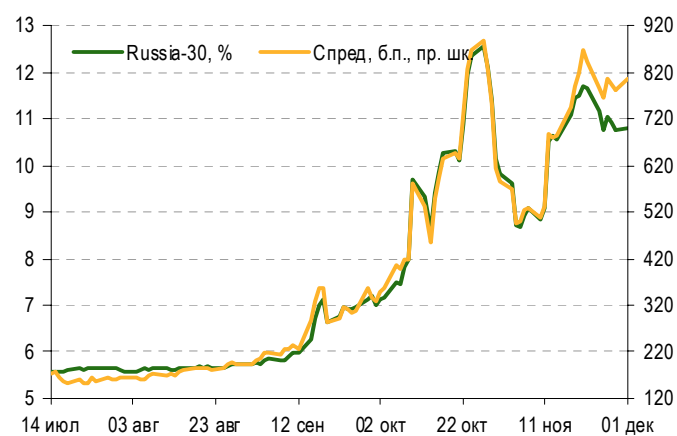
Календарь событий

Дата	Страна	Событие	Период	Прогноз	Пред.
3 дек	Еврозона	Euro-Zone Retail Sales MoM		окт.	-0.4%
		Euro-Zone Retail Sales YoY		окт.	-1.5%
	США	ADP Employment Change		ноя.	-200 тыс.
		Nonfarm Productivity QoQ		а III кварта	0.9%
	США	Unit Labor Costs QoQ		а III кварта	3.6%
	США	ISM Non-Manufacturing Composite		ноя.	42
4 дек	Англия	Решение Банка Англии по ставкам			2%
	Еврозона	Заседание ЕЦБ по ставкам			2.75%
	США	Continuing Jobless Claims		нед.	4014 тыс.
		Initial Jobless Claims		нед.	539.5 тыс.
	США	Factory Orders MoM		окт.	-4.5%
5 дек	США	Average Hourly Earnings MoM		ноя.	0.2%
		Average Hourly Earnings YoY		ноя.	3.4%
	США	Average Weekly Hours		ноя.	33.6 час.
		Change in Manufact. Payrolls MoM		ноя.	-80 тыс.
	США	Change in Nonfarm Payrolls		ноя.	-322.5 тыс.
	США	Unemployment Rate		ноя.	6.8%

ОФЗ и Спред к Russia-30



Russia-30 и Спред к UST



Источник: ММБ, Bloomberg

Валютные облигации

Беспрецедентные уровни

День накануне оказался весьма мрачным в плане статистики. Несколько стран кряду отразили спад в собственном секторе промышленного производства. Сначала о спаде активности в промышленном секторе заявили Китай и Россия, а позже слабые данные по производственной активности опубликовали ЕС и Великобритания. Последней каплей же стал индекс производственной активности в США (ISM Manufacturing) который в ноябре 2008 года составил 36,2 пункта, отразив минимальный уровень с 1982 г.

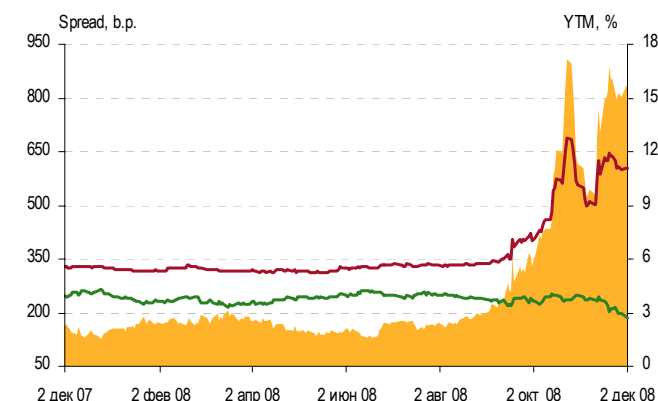
Все эти данные, в очередной раз подтвердили пессимистичный прогноз развития мировой экономики в целом. И даже вчерашние вербальные интервенции со стороны финансовых властей, которые казалось бы носили весьма позитивную окраску, в то же время, лишь более существенно напугали инвесторов. Уж если они (власти) готовы пойти на все возможные меры, то ситуация в экономике и впрямь катастрофичная.

Вчера Глава ФРС, Бен Бернанке, намекнул, что, несмотря на то, что учетная ставка сейчас 1%, ее дальнейшее снижение возможно. Кроме того, Глава ФРС, на выступлении отметил еще один возможный вариант помощи от Регулятора – пополнение ликвидности рынка и снижение стоимости долгосрочных заимствований путем выкупа длинных госбумаг. В итоге доходность US-10 рухнула на 25 б.п. до рекордно низких уровней в 2,67%. Учитывая то, что ближайшее заседание состоится 15-16 декабря, тренд по доходности Treasuries на ближайшие недели, на наш взгляд, весьма четко очерчен.

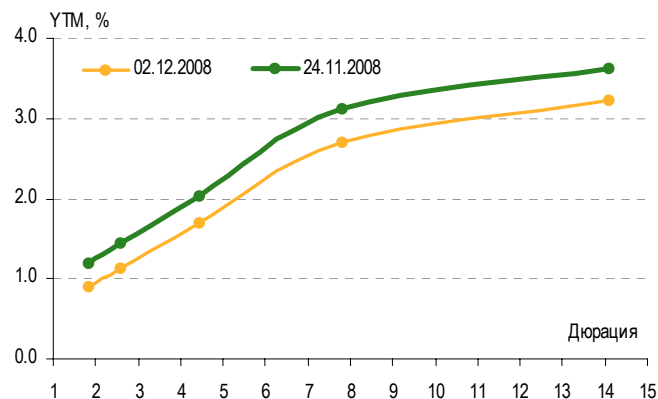
Однако рынок валютных облигаций развивающихся стран не будет столь же поощрен вниманием инвесторов. Впрочем CDS и спреды на соответствующие активы это не первый день наглядно подтверждают. К примеру, 5-ти летние CDS на Россию торгуются вблизи 800 б.п., суверенный спред RUS-30 vs US-10 превысил 900 б.п., причем не только за счет снижения доходности бенчмарка. Биды по Rus-30 снизились за день на 3 п.п. до 79% от номинала.

Основной причиной, которая препятствует сейчас и будет препятствовать в ближайшие дни восстановлению рынка российских валютных облигаций, несмотря на продолжающуюся тенденцию снижения доходности базовых облигаций, – перманентное подтверждение пессимистичных прогнозов относительно развития отдельных регионов, да и в целом мировой экономики.

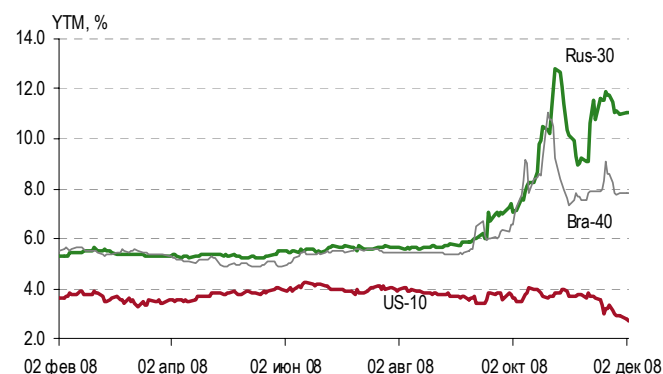
Доходность UST-10, RUS-30, Спред



Доходность US Treasuries



Доходность суверенных еврооблигаций EM



Источник: Bloomberg

Доходности выпусков крупнейших российских производственных компаний, чье кредитное качество пока еще не претерпело изменений, находятся на весьма высоких уровнях – 20-35% годовых при дюрации от года. Однако опасения по поводу возможности эмитентов таких выпусков рефинансировать свои долги в будущем весьма закономерны: сокращается рынок сбыта, стоимость производимого сырья падает. В тоже время, учитывая текущие возможности государства, а также желание последнего помочь, вероятность неисполнения, по крайней мере, коротких займов (до года) весьма невысока, что вкупе с возможной девальвацией рубля (сейчас многие на это настроены), делает инвестирование в долларские бонды более предпочтительным, нежели в рублевые.

Однако вряд ли инвесторам стоит задумываться об агрессивных вложениях в российские евробонды, ожидая ценового роста в ближайшее время. На наш взгляд стоит обращать внимание на выпуски, эмитенты которых могут иметь государственную поддержку (возможность рефинансирования) или обеспечение, а также обладают высоким кредитным качеством при одновременном коротком сроке до погашения (до года). К примеру, ТМК_09 стоит под доходность 59% годовых, и мы полагаем, что Эмитент сможет обслуживать долг.

Сегодня ЦБ Австралии снизил процентную ставку на 100 б.п. до 4,25%. Банк Японии на внеочередном заседании оставил ставку на уровне 0,3%.

Из статистики сегодня выйдут данные по продажам машин в США за ноябрь.

Сегодня автопроизводители США могут предоставить план инвестирования \$25 для поддержания собственного производства, который в пятницу уже может быть рассмотрен в Конгрессе.

Лидеры роста / падения за день

Выпуск	Доходность, годовых	Цена, % от номинала	Изменение цены, п.п.
Лидеры			
Банк Москвы 7.375% 11/2010	18.47%	82.14	5.95
Россия 11% 7/2018	8.30%	117.41	4.80
Промсвязьбанк 8.75% 10/2011	41.03%	48.07	3.05
МТС 8% 1/2012	19.59%	73.47	2.77
Газпром 5.875% 6/2015 €	15.95%	60.65	2.73
Рус.Стандарт 9.75% 12/2016	83.71%	22.50	2.51
Транснефть 7.7% 8/2013	17.28%	69.83	2.50
РСХБ 6.299% 5/2017	17.39%	51.62	1.94
МТС 8.375% 10/2010	17.46%	85.90	1.88
Система 8.875% 1/2011	30.72%	67.16	1.82
Аутсайдеры			
Газпром 8.146% 4/2018	14.48%	67.79	-0.54
Газпром 7.201% 2/2020	18.86%	71.73	-0.55
ВТБ 7.5% 10/2011	17.09%	78.82	-0.59
Россия 8.25% 3/2010	2.98%	104.07	-0.68
Газпром 7.51% 7/2013	15.19%	74.73	-0.81
Минфин 3% 5/2011	5.03%	95.15	-1.10
РСХБ 7.75% 5/2018	16.73%	57.77	-1.16
Вымпелком 9.125% 4/2018	24.28%	44.64	-2.04
Банк Москвы 7.5% 11/2015	76.00%	35.00	-5.01
Ренессанс 8.75% 11/2009	20.80%	55.00	-34.98

Индекс облигаций развивающихся стран

	Значение	Изменение, %	Среды, б.п.	Изменение средов
EMBI+	359.3	-0.41	756	38
Russia EMBI+	378.2	-0.71	774	43
Argentina EMBI+	43.3	-2.06	1777	55
Brazil EMBI+	592.5	-0.84	530	41
Colombia EMBI+	283.4	-0.24	610	35
Ecuador EMBI+	283.3	0.09	3604	28
Mexico EMBI+	343.9	-0.23	480	37
Peru EMBI+	526.3	0.02	560	30
Turkey EMBI+	248.0	-0.23	644	34
S.Africa EMBI+	132.4	-0.66	663	44
Venezuela EMBI+	370.8	-0.73	1554	47

Источник: Bloomberg

Рублевые облигации

В понедельник на рынке рублевого долга преобладало снижение цен, причем особенно заметным оно было в третьем эшелоне. Впрочем, упавших выпусков было много и в относительно ликвидных и качественных бумагах.

В условиях ужесточения денежно-кредитной политики, да еще и в тесной увязке с девальвацией рубля, рассчитывать на снижение доходности рублевых облигаций не приходится. Вопрос в том, какими темпами будет продолжаться снижение рублевых облигаций. До конца года обвала, на наш взгляд, можно не опасаться. Не случайно в пятницу рынок сдержанно отреагировал на повышение базовых ставок Банка России, а вчера – на негативную статистику США и обвал фондовых рынков.

Не предполагают резкого падения цен и сезонные факторы: увеличение спроса на рублевые облигаций перед новогодними праздниками и бюджетные выплаты в конце года. Однако это затишье может обернуться резким ростом доходности в дальнейшем в связи с усугублением кризиса в мировой экономике, ослаблением рубля и возможным ухудшением рублевой ликвидности в первом квартале следующего года.

Проблемы на денежном рынке могут возникнуть и в связи с высокими кредитными рисками, пересмотром рейтингов, а также снижением ценности облигаций как инструмента рефинансирования. В понедельник Банк России установил с 1 декабря 2008 года дисконты по операциям прямого репо под залог новых выпусков облигаций и существенно повысил дисконты по бондам Иркутской и Московской областей – в два-три раза. Все это создает предпосылки для дальнейшего роста доходности.

Доходность корпоративных облигаций



Доходность ОФЗ



Лидеры роста/падения корп. облигаций за день

Выпуск	Дох-ть к оферте/погашению, годовых	Цена, % от номинала	Изменение цены, б.п.
Лидеры			
ИнтеграФ-1	· / 41.12%	92.85	1837
СанИнтБрю2	· / 13.81%	96.50	1456
Апт36иб об	· / 85.34%	74.00	1300
Восточный1	139.31% / ·	79.95	1082
РОССКАТ-К1	57.19% / ·	95.00	1009
Инпром 02	11746.78% / ·	54.64	904
МСельПром1	· / 35620.54%	83.13	817
ОМЗ-5 об	7.51% / ·	101.00	800
ЕврокомФК5	2247.39% / ·	39.85	483
ЕврокомФК3	437832.26% / ·	65.00	469
Аутсайдеры			
СевКаб 04	27.52% / ·	50.00	-1526
АИЖК 10об	· / 13.41%	51.03	-1565
Кокс 01	· / 8.75%	92.00	-1800
Топкнига-2	22.47% / ·	49.79	-1958
Юнимилк 01	38.72% / ·	44.53	-1962
ТехНикольФ	12.74% / ·	61.67	-2022
ДВТГ-Ф 02	30.35% / ·	77.58	-2243
КДавиаФин1	304614.45% / ·	40.04	-2594
МоторФин-1	15.18% / 12.92%	45.10	-2990
Сибирь-01	16.94% / ·	51.16	-3293

Источник: ММВБ, КапиталЪ, Cbonds

Валютный рынок

На общем фоне падения основных мировых валют относительно доллара, евро подешевел не так сильно. Накануне он успел отыграть и резкое замедление инфляции в еврозоне, и рост ожиданий снижения ставки ЕЦБ. По всей видимости, сдержанной будет его реакция и на итоги заседания европейского Центробанка, учитывая, что ослабление денежно-кредитной политики будет направлено на поддержку финансовых рынков. К тому же, ЕЦБ, похоже, не уверен в том, что риски инфляции полностью исчезли. Соответственно, последующие снижения ключевой процентной ставки могут быть не такими радикальными, как ожидается.

На этой неделе состоится публикация данных по рынку труда США, и если негативные прогнозы оправдаются (напомним, что ожидается сокращение числа созданных рабочих мест и рост безработицы), доллар, скорее всего, не сможет избежать коррекции. Сдержанная реакция пары евро-доллар на падение индекса деловой активности в производственном секторе США и обвал акций – пример того, что неприятие риска уже не компенсирует негативные данные по американской экономике.

Сейчас риск падения курса рубля к доллару гораздо выше в связи с политикой ЦБ, направленной на девальвацию российской валюты. В условиях, когда евро стабилен, либо растет, ЦБ может расширять границы технического коридора, не опасаясь всплеска спекулятивной активности.

Курс рубля ЦБ РФ

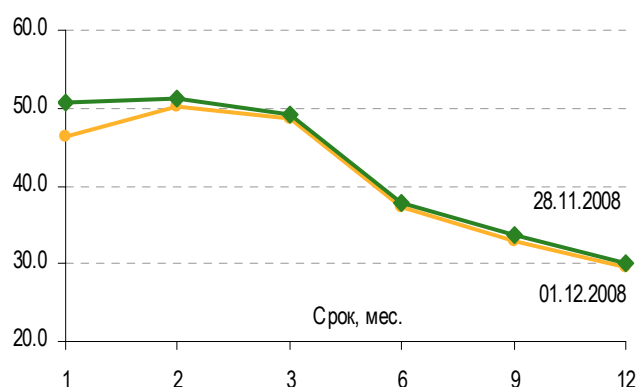


Рублевая ликвидность



Источник: ЦБ РФ

Изменение кривой МБК, % за день



Кривая ставок за предыдущий день

Новости эмитентов

X5 Retail Group

Чистая выручка X5 Retail Group по итогам 9 месяцев этого года выросла на 56% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила \$6,5 млрд. Валовой доход увеличился на 54% по сравнению с результатом 9 мес. 2007 г. и достиг \$1,7 млрд. Показатель EBITDA достиг \$578 млн., увеличившись на 61% год к году, маржа EBITDA составила 8,9%. Чистая прибыль по результатам 9 мес. 2008 г. составила \$138 млн., увеличившись на 128% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Результаты X5 Retail Group за 9 мес. 2008 г. по МСФО, \$ млн.

	9 мес. 2007	9 мес. 2008	Изменение
Выручка	4 171,3	6 516,1	+ 56%
Валовая прибыль	1 083,4	1 673,7	+ 54%
EBITDA	358,7	578,0	+ 61%
Валовая рентабельность	26,0%	25,7%	- 0,3 п.п.
EBITDA рентабельность	8,6%	8,9%	+ 0,3 п.п.
Долг	1718	2267	+ 32%
Долг / EBITDA	3,2x	3x	

Источник: Компания

Комментарий: Выручка компании за 9 мес. 2008 г. выросла на 56% за счет значительного роста продаж LFL, который составил 25%. За счет немногим более быстрого роста себестоимости валовая маржа компании сократилась с 26% до 25,7%. Основным фактором для этого помимо сезонности послужила проводимая компанией в квартале политика снижения цен.

Компания продемонстрировала хороший контроль над операционными затратами, благодаря которому рентабельность по EBITDA увеличилась с 8,6% до 8,9%. Быстрее других росли арендные платежи, затраты на персонал и электроэнергию, а также затраты на интеграцию купленной ранее сети гипермаркетов «Карусель».

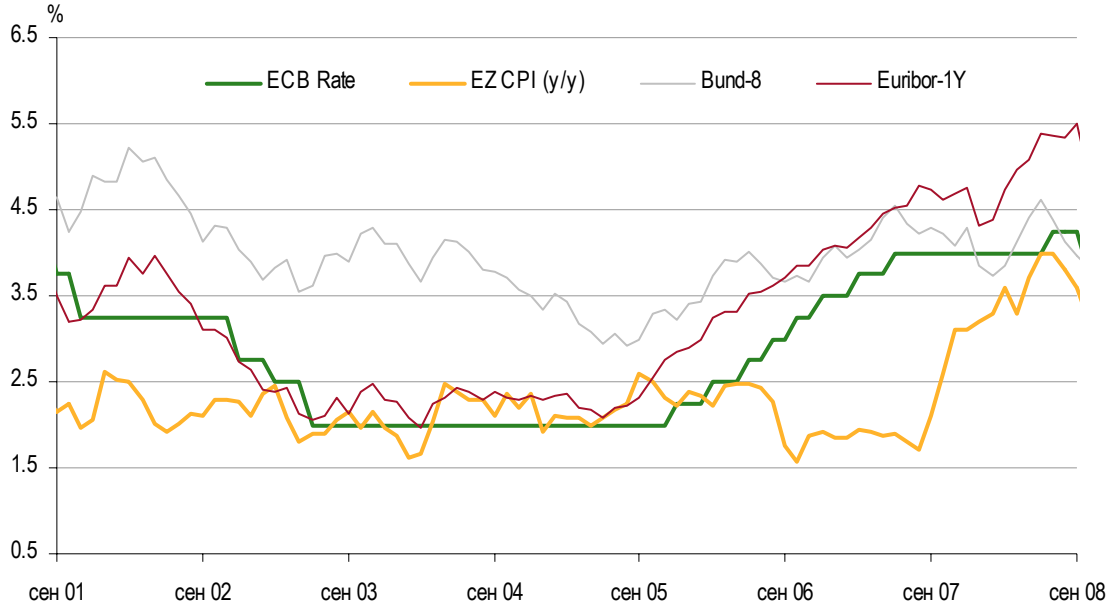
Инвестиционная программа компании на 2008 год составляла около \$1 млрд. без учета затрат на покупку «Карусели». Долг компании с начала года вырос на 32%. Однако в результате опережающего роста операционной прибыли, долговая нагрузка компании практически не изменилась. Коэффициент долг/EBITDA по итогам 9 месяцев составил 3x.

Существенным моментом является то, что треть долга (\$706 млн.) является краткосрочной и должна быть погашена в течение года. Остальной долг преимущественно с дюрацией более двух лет. С учетом планов компании сократить инвестиции вдвое в следующем году, мы полагаем, что компания сможет обслужить свои краткосрочные обязательства, несмотря на прогнозируемое снижение темпов роста выручки.

Единственный рублевый бонд X5 объемом 9 млрд. рублей торгуется в районе 70% от номинала с доходностью около 30% к оферте через полтора года. В целом мы умеренно позитивно оцениваем предоставленные данные и считаем, что в перспективе одного-двух лет кредитный профиль компании сохранится на надежном уровне.

Soup du Jour: Вторник – Экономика еврозоны

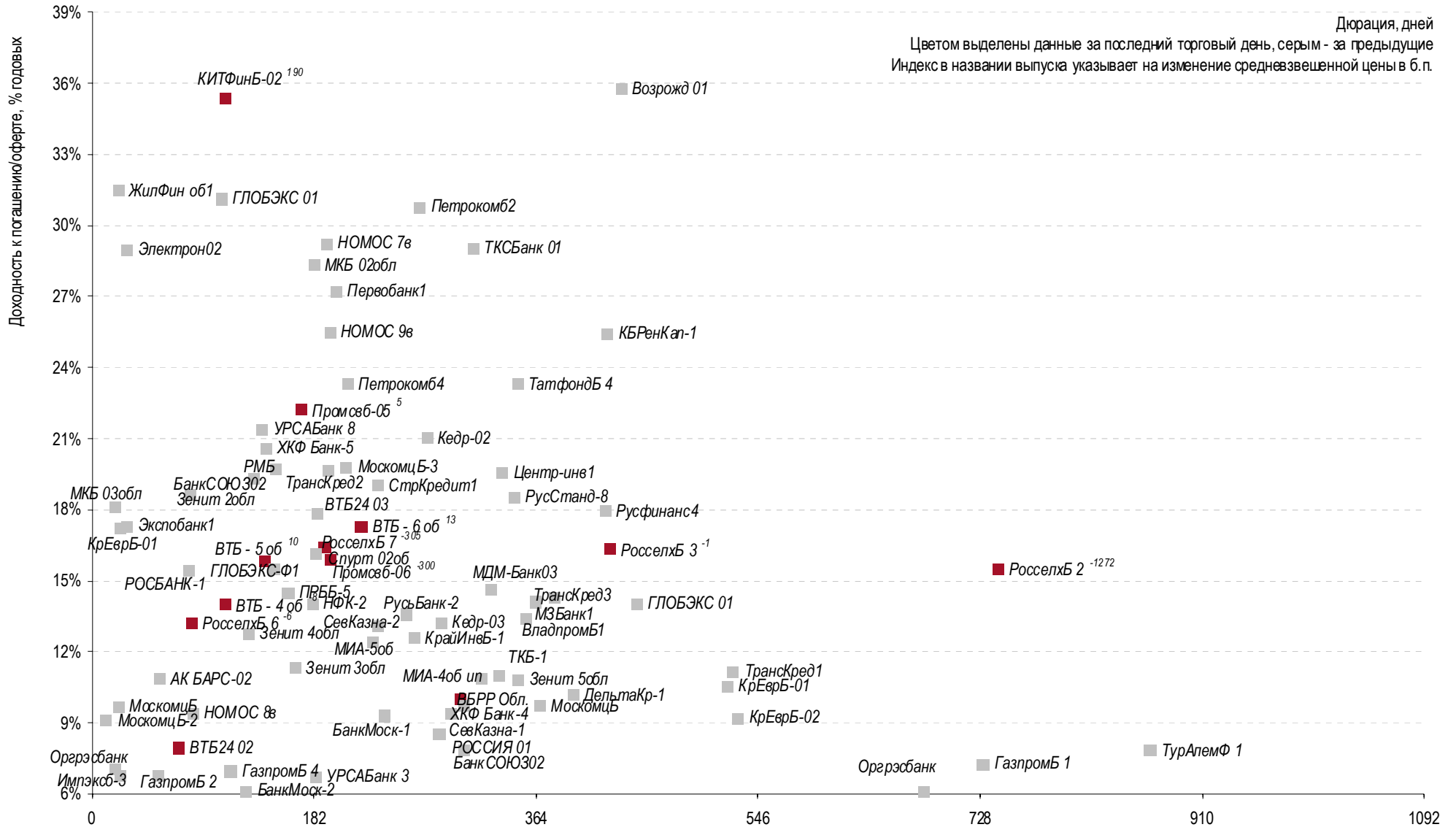
Euribor-1Y vs ECB Rate vs EZ CPI vs Bond-8



Источник: Reuters

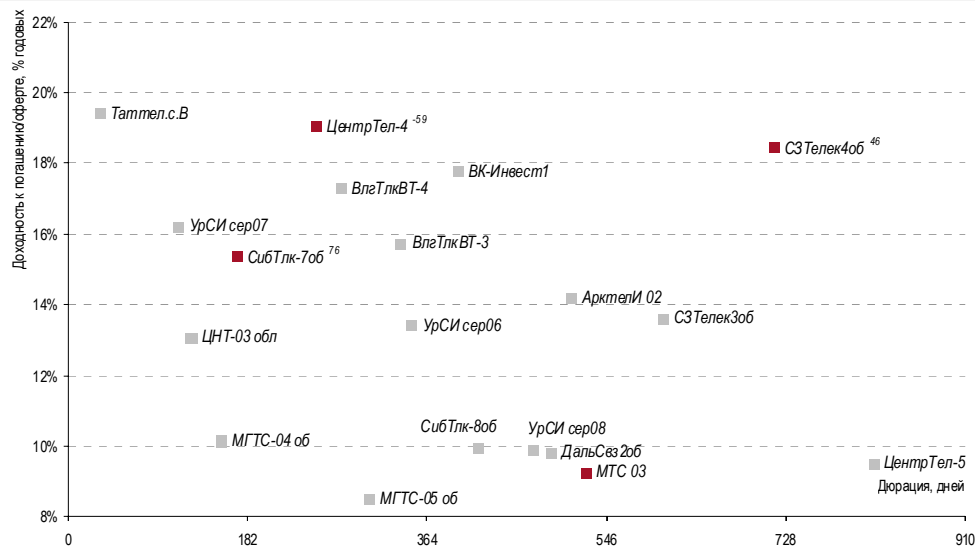
Карты процентных ставок по секторам

Банки

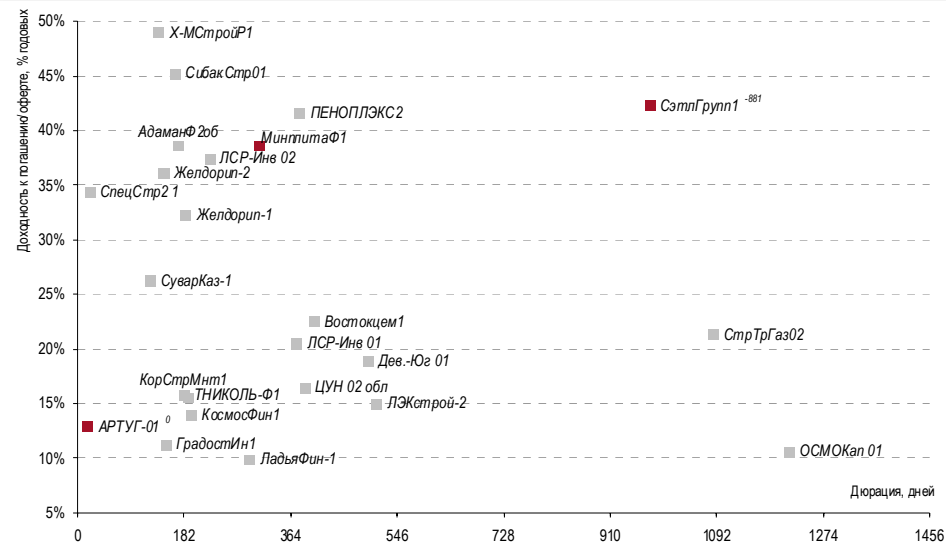


Карты процентных ставок по секторам

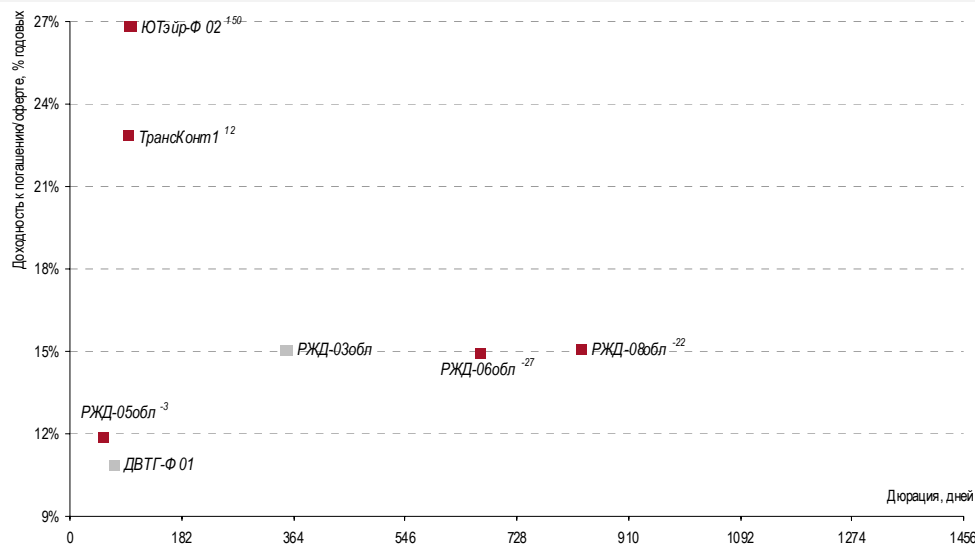
Связь и телекомы



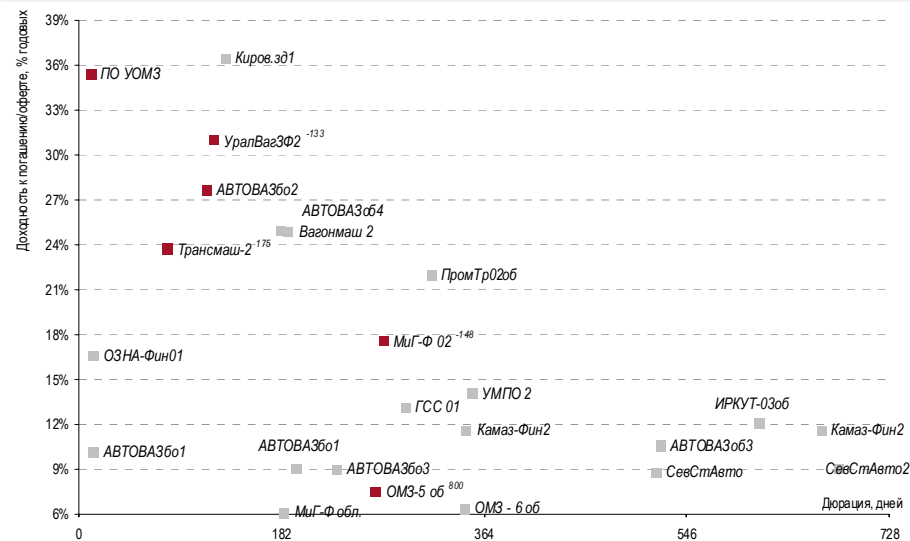
Строительство и девелопмент



Транспорт

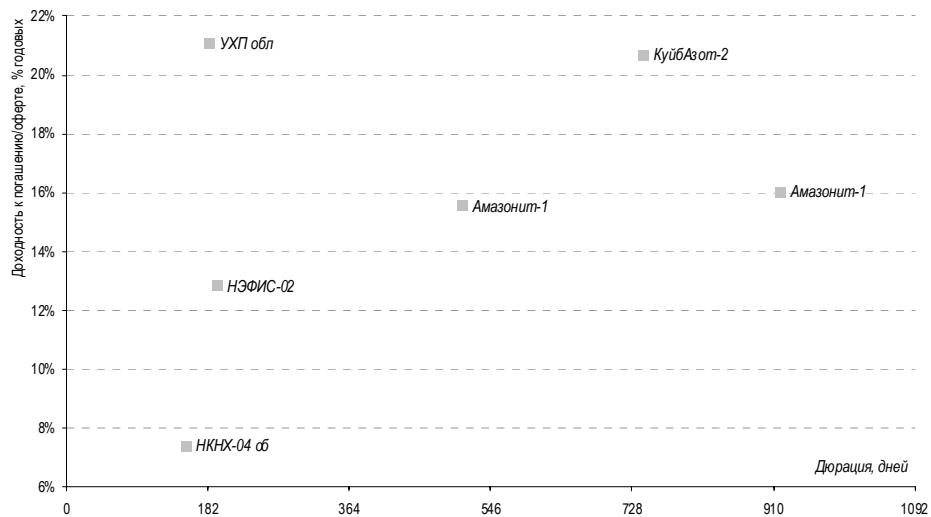


Машиностроение

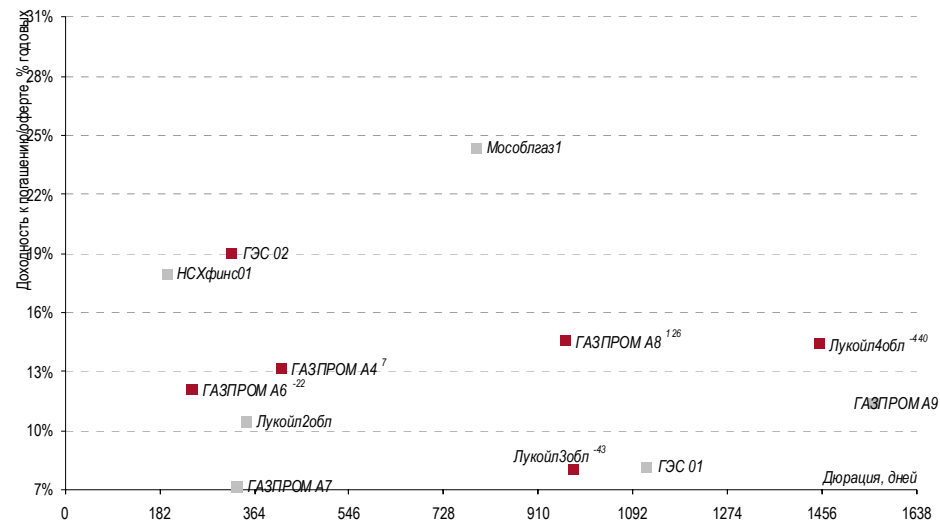


Карты процентных ставок по секторам

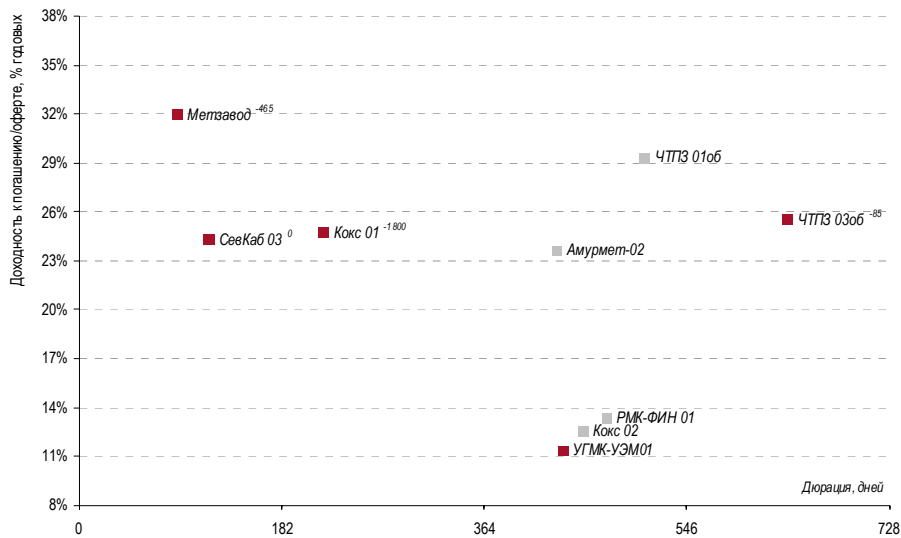
Химия и нефтехимия



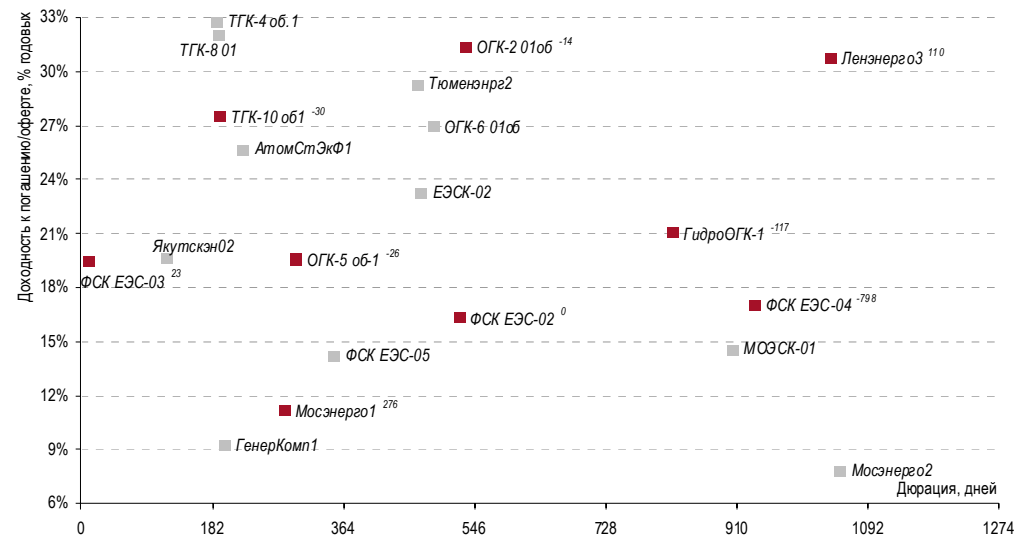
Нефть и газ



Металлургия

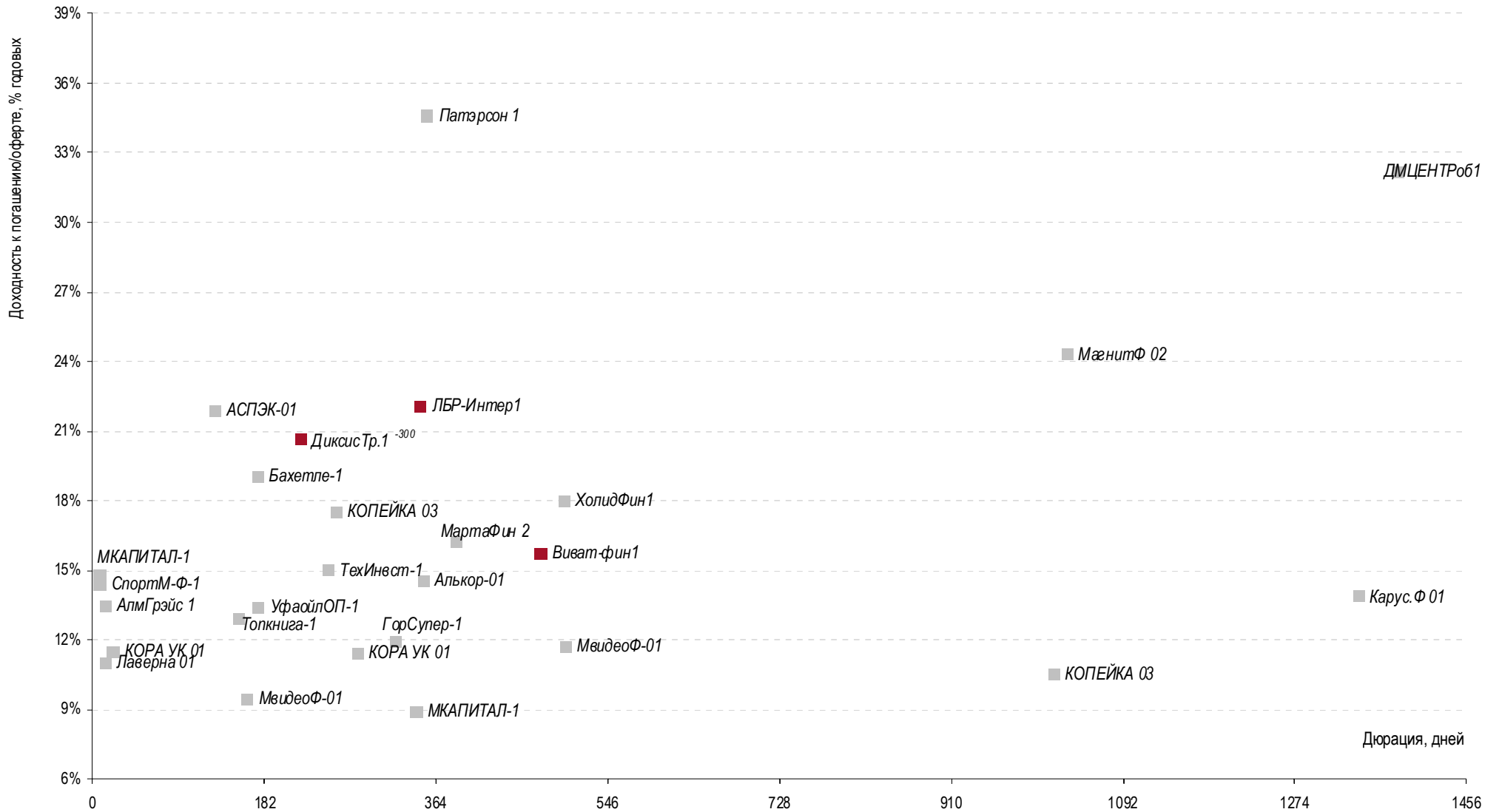


Электрэнергетика



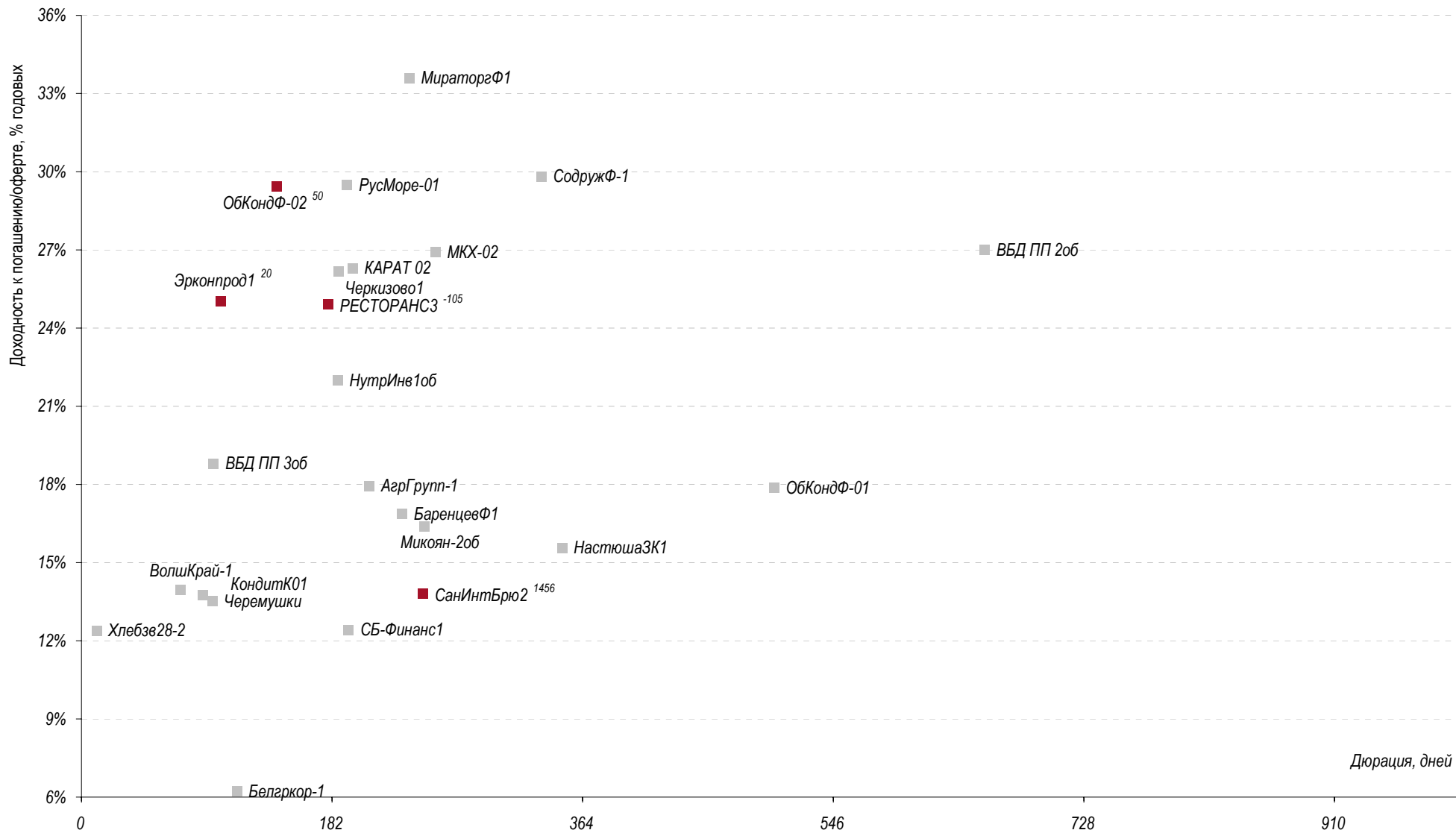
Карты процентных ставок по секторам

Торговля



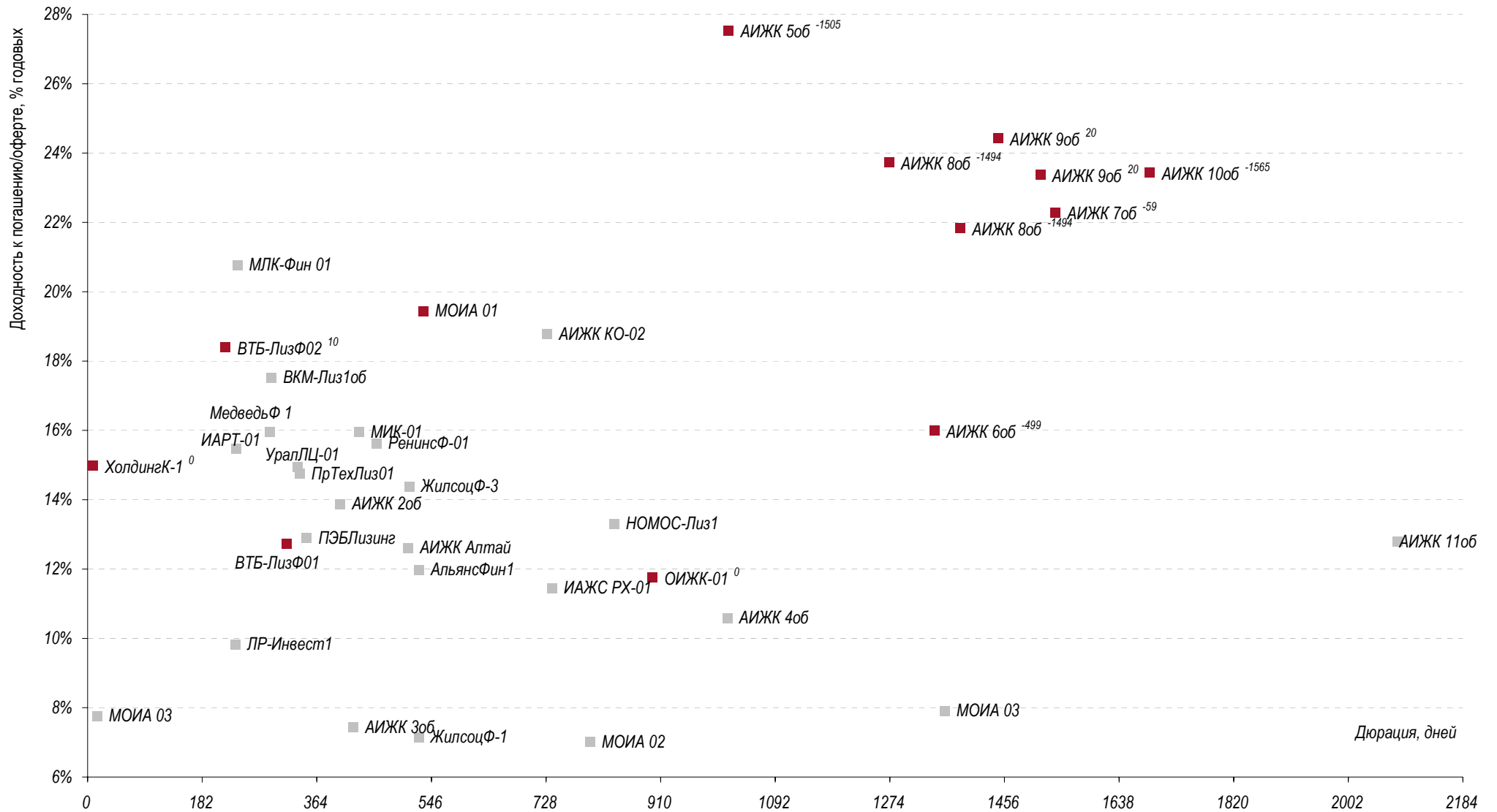
Карты процентных ставок по секторам

Пищевая промышленность

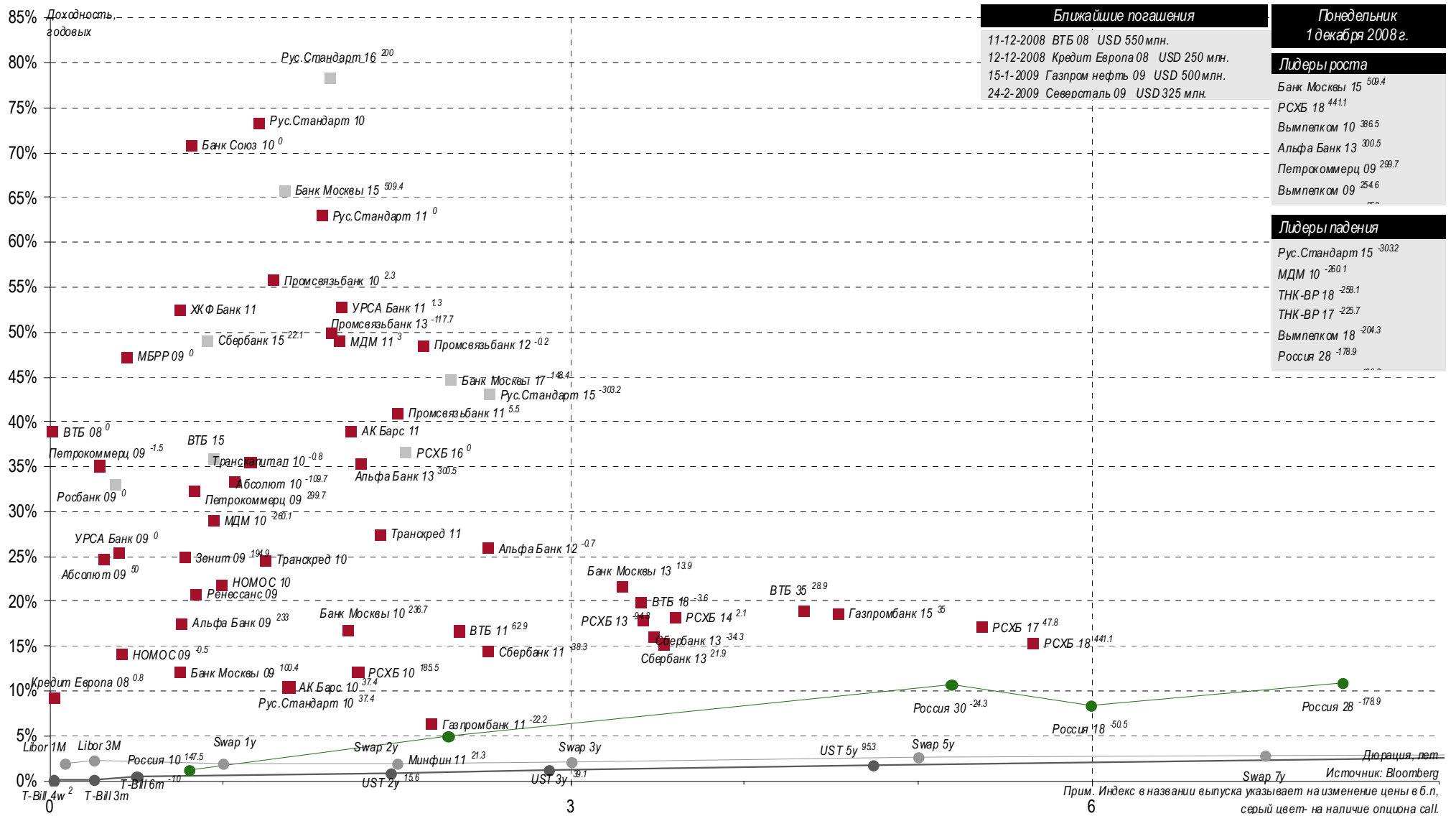


Карты процентных ставок по секторам

Финансы



Доходность валютных облигаций: финансовый сектор



Первичный рынок

Итоги последних размещений корпоративных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Оферта / Погашение, лет	Объем выпуска, млн. руб.	Спрос, млн. руб.	Доходность к оферте, годовых	Доходность к погашению, годовых
19.11.2008	РЖД-11обл	1.5 / 5	15 000	-	13.96%	-
20.11.2008	РазгуляйФ5	- / 1	1 000	-	-	14.50%
19.11.2008	РЖД-09обл	1.5 / 5	15 000	-	13.96%	-
29.10.2008	РазгуляйФ5	1 / 5	5 000	-	15.03%	-
28.10.2008	АК БАРС-03	1.5 / 3	3 000	-	13.53%	-
28.10.2008	МТС 02	1.5 / 7	10 000	-	14.50%	-

Источник: Компани

Итоги последних размещений государственных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Объем, млн.руб.	Спрос, млн.руб.	Размещено, млн. руб.	Средневз. доходность	Премия, б.п.
20.08.2008	ОФЗ 26201	10 000	10 113	7 756	6.99%	2
20.08.2008	ОФЗ 46020	6 000	7 888	5 119	8.22%	9
06.08.2008	ОФЗ 25063	14 000	10 729	5 747	6.65%	1
06.08.2008	ОФЗ 46021	10 000	8 820	5 964	7.16%	2
25.07.2008	ОФЗ 46021	5 000	411	23	7.02%	3
23.07.2008	ОФЗ 26201	7 000	7 038	6 110	6.56%	-7

Источник: ЦБ РФ

Ближайшие выплаты по корпоративным облигациям

Дата	Выпуск	Ставка купона	Объем, млн. руб.
02.12.2008	Белгкрор-1	11.00%	19.2
	Белгкрор-1	погашение	700.0
	ВлгТлкВТ-2	8.20%	122.7
	ВлгТлкВТ-3	8.50%	97.5
	ВолшКрай-1	1.00%	2.5
	ВолшКрай-1	погашение	500.0
	ДельтаКр-1	7.09%	53.0
	Желдорип-1	12.50%	93.5
	ИнтеграФ-2	10.70%	160.1
	Лебеднск-2	9.26%	34.6
	ЛСР-Инв 01	10.70%	106.7
	РубПлсРег1	12.00%	59.8
	РубПлсРег1	оферта	1 000.0
	Русфинанс1	7.65%	57.2

Источник: КапиталЪ

Ближайшие выплаты по облигациям федерального займа

Дата	Выпуск	Ставка купона, годовых	Объем, млн. руб.
03.12.2008	28005	10%	450.1
10.12.2008	27026	6%	239.4
	46018	9%	2 893.3
14.01.2009	26199	6%	612.8
	46003	10%	1 859.7
21.01.2009	25057	7%	753.1
	25059	6%	623.6
	26200	6%	437.8

Источник: ММВБ

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ИФД «КапиталЪ»
 119180, Россия, Москва, ул. Большая Полянка,
 д. 47, строение 1
 тел.: (495) 411-55-55
 факс: (495) 620-95-30
www.kapital-ig.ru
 Bloomberg: KAPG <go>

Департамент рыночных исследований

Скотт Семет, CFA	Начальник департамента	scott.semet@kapital-ig.ru
Дмитрий Зак	Начальник отдела долговых обязательств	dmitry.zak@kapital-ig.ru
Владимир Харченко	Долговые обязательства	harchenko@kapital-ig.ru
Андрей Игнатов	Долговые обязательства	andrey.ignatov@kapital-ig.ru
Константин Гуляев	Рынок акций	konstantin.gulyaev@kapital-ig.ru
Виталий Крюков	Рынок акций	vitaly.krukov@kapital-ig.ru
Павел Шелехов	Рынок акций	pavel.shelehov@kapital-ig.ru
Марина Самохвалова	Рынок акций	marina.samohvalova@kapital-ig.ru

Департамент торговых операций

Андрей Зайцев	Начальник департамента	trading@kapital-ig.ru
Константин Святный	Начальник отдела долговых операций	fidesk@kapital-ig.ru
Эдуард Лебедев	Начальник отдела фондовых операций	eduard.lebedev@kapital-ig.ru
Вадим Никитин	Отдел долговых операций	vadim.nikitin@kapital-ig.ru
Владислав Григорьев	Отдел долговых операций	vladislav.grigorjev@kapital-ig.ru

© 2008 ЗАО «ИФД КапиталЪ». Все права защищены.

Настоящий материал был подготовлен специалистами департамента рыночных исследований ЗАО «ИФД КапиталЪ» (далее – «Компания»). При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность.

Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением специалистов департамента рыночных исследований. Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.