

Обзор рынка

Еврооблигации

Спрос на безрисковые активы сохраняется – US-10 вновь 2,6%. В российских валютных бондах, несмотря на «выпады» со стороны рейтинговых агентств, появляются покупки, правда в большей степени, в сегменте бумаг с дюрацией 1-2 года. Не исключаем сохранение такой тенденции в преддверии длинных праздников.

Рублевые облигации

В пятницу котировки рублевых облигаций изменились в отсутствие единой тенденции. Упали в основном ОФЗ, а также длинные выпуски первого и второго эшелона.

Валютный рынок

Предстоящая неделя станет повторением предыдущей и в части конъюнктуры внешнего валютного рынка, способствующей росту рубля, и в части политики ЦБ, направленной на девальвацию российской валюты.

Новости эмитентов

- Интегра раскрыла предварительные финансовые и операционные показатели за III квартал 2008 г.

Далее в выпуске

- Soup du Jour: Понедельник – Экономика США
- Карты процентных ставок

Будь в курсе

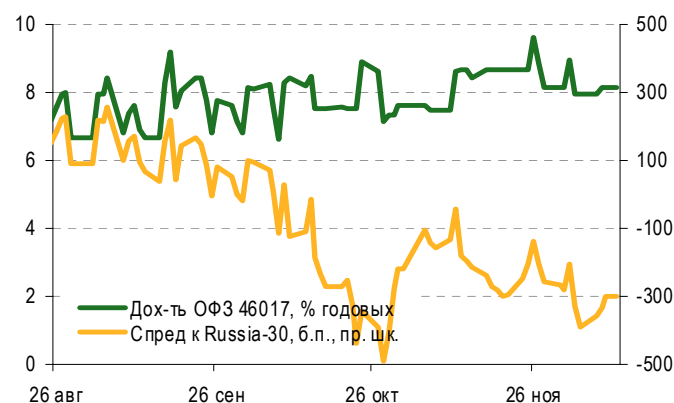
	Значение	Изменение
Курс доллара ЦБ, руб.	▼ 27,8077	-0,1233
Курс евро ЦБ, руб.	▲ 36,9008	0,2330
EUR/USD	▲ 1,3384	0,0142
MIACR на 1 день, %	▼ 7,80	-1,160
Остатки на счетах в ЦБ, млрд. руб.	▼ 945,6	-20,20
Средневз. дох-ть ОБР-ОФЗ, %	▼ 8,63	-0,044
RUX-Cbonds, средневз. дох-ть, %	▼ 20,07	-0,240
Сальдо операций ЦБ, млрд. руб.	-557,50	
РЕПО с ЦБ, млрд. руб.	321,06	
Средневз. ставка РЕПО, %	9,20	
	Значение	Изменение, б.п.
UST-2, доходность, %	▼ 0,763	-1,8
UST-10, доходность, %	▼ 2,572	-3,2
Bund-2, доходность, %	▲ 2,251	4,3
Bund-10, доходность, %	▲ 3,297	8,2
LIBOR 3m, %	▼ 1,921	-7,50
Russia-30, % от номинала	▼ 81,7	-4,3
Brazil-40, % от номинала	▼ 120,1	-53,1
Turkey-30, % от номинала	▲ 136,1	26,3
Venezuela-27, % от номинала	▼ 58,8	-134,6
Спред EMBIG, б.п.	▲ 770	9

Источник: РТС, ММББ, ЦБ РФ, Bloomberg, Cbonds

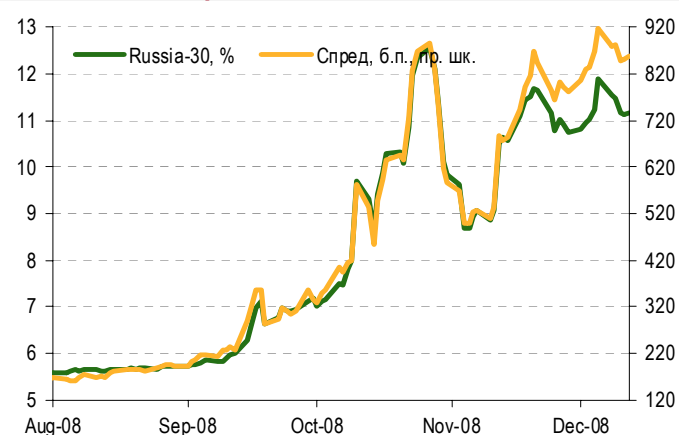
Календарь событий

Дата	Время	Страна	Событие	Период	Прогноз
15 дек	16:30	США	Empire Manufacturing	дек.	-27.5
	17:00	США	Net Long-term TIC Flows	окт.	40 млрд. \$
	17:15	США	Capacity Utilization	ноя.	75.6%
	17:15	США	Industrial Production	ноя.	-0.8%
	21:00	США	NAHB Housing Market Index	дек.	10
16 дек	16:30	США	Building Permits	ноя.	700 тыс.
	16:30	США	Consumer Price Index MoM	ноя.	-1.3%
	16:30	США	Consumer Price Index YoY	ноя.	1.5%
	16:30	США	CPI Ex Food & Energy MoM	ноя.	0.1%
	16:30	США	CPI Ex Food & Energy YoY	ноя.	2.1%
	16:30	США	Housing Starts	ноя.	735 тыс.
	22:15	США	Federal Funds Target Rate US		0.5%
18 дек	12:00	Германия	IFO - Business Climate	дек.	84
	12:00	Германия	IFO - Current Assessment	дек.	90.8
	12:00	Германия	IFO - Expectations	дек.	77
	16:30	США	Continuing Jobless Claims	нед.	4375 тыс.
	16:30	США	Initial Jobless Claims	нед.	555 тыс.
	18:00	США	Leading Indicators MoM	ноя.	-0.4%
	18:00	США	Philadelphia Fed.	дек.	-40.25

ОФЗ и Спред к Russia-30



Russia-30 и Спред к UST



Источник: ММББ, Bloomberg

Валютные облигации

Все нипочем

Рынок российских валютных облигаций, несмотря на понижение крупнейшими рейтинговыми агентствами рейтингов и прогнозов по России, а следом и по компаниям (сначала квазигосударственным, потом – по качественным частным), оживает. Правда в большей степени активность появилась в краткосрочном и среднесрочном сегменте бумаг с дюрацией до 3 лет: биды практически всю неделю укреплялись.

Говорить об агрессивном росте пока не приходится, однако мы полагаем, что одной из идей на рынке может послужить предположение, согласно которому часть инвесторов предпочитает пересидеть новогодние каникулы в качественных валютных бондах, ожидая сохранения тенденции девальвации рубля. И эта гипотеза вполне на наш взгляд, оправданна. По крайней мере, последние действия ЦБ РФ, в т.ч. и сегодняшние, делают вложенные или вкладываемые средства в рублевые аналоги менее выгодными.

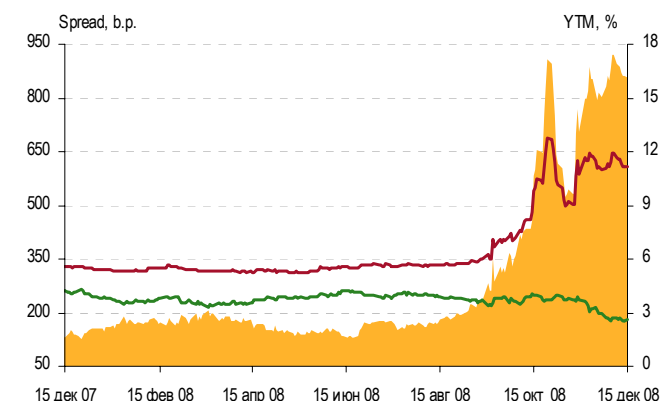
Мы рекомендуем обратить внимание на выпуски, эмитенты которых могут иметь государственную поддержку (возможность рефинансирования) или обеспечение, а также обладают высоким кредитным качеством при одновременном коротком сроке до погашения (до 1-1,5 лет). С такими параметрами можно собрать портфель со средней доходностью не менее 20% в валюте.

А отдельные выпуски могут предложить и более серьезную доходность: к примеру, ТМК_09 стоит под доходность 60% годовых, и мы полагаем, что Эмитент сможет обслуживать долг. Кроме того, в рамках диверсификации портфеля, можно обратить внимание на выпуск ВТБ_16 в евро, с доходностью выше 20% годовых при дюрации около 1,5 лет.

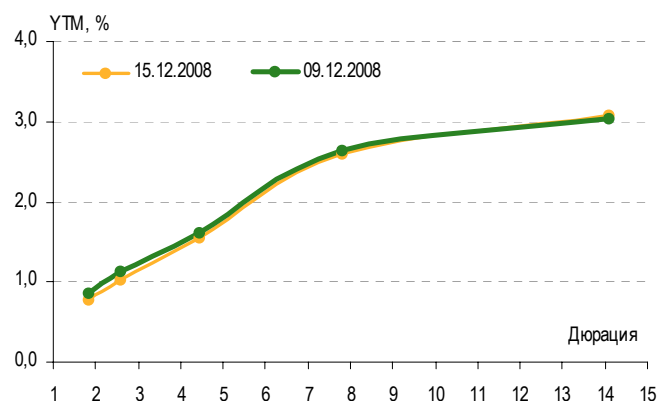
На Западе же особых перемен не наблюдался: макростатистика подтверждает слабость ключевых экономических регионов мира, сокращение потребления сырьевых продуктов (нефть, металлы), усиление дефляции. Да и спрос по-прежнему формируется в безрисковых активах, несмотря на рост предложения последних: аукционы по Treasuries проходят с переспросом, доходность снижается.

Сегодня в 16:30 выйдет индекс производственной активности Empire Manufacturing за декабрь, а в 17:00 Казначейство США опубликует данные об объеме покупок нерезидентами американских активов в октябре. В 17:15 ФРС обнародует данные о темпах изменения промышленного производства в ноябре. Сегодня Газпром нефть опубликует финансовую отчетность по US GAAP за III квартал 2008 г.

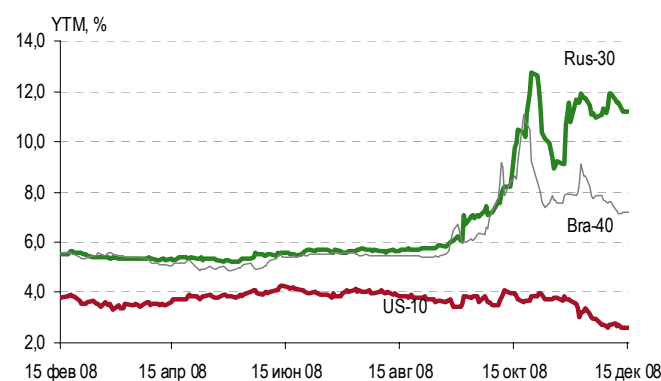
Доходность UST-10, RUS-30, Спред



Доходность US Treasuries



Доходность суверенных еврооблигаций EM



Источник: Bloomberg

Рублевые облигации

В пятницу котировки рублевых облигаций изменились в отсутствие единой тенденции. Упали в основном ОФЗ, а также длинные выпуски первого и второго эшелона, такие как РЖД-08обл и ГАЗПРОМ А8, АИЖК 6об, ТГК-6Инв-1, ИРКУТ-03об, УрСИ сер08, БелгОб 3об. В то же время рост продемонстрировали такие облигации, как СатурнНПО2, ВТБ-ЛизФ02, УрСИ сер07, Система-01 и Зенит 2обл. Интерес к коротким и сравнительно доходным бумагам в ближайшие дни, скорее всего, останется высоким. Альтернативой этим покупкам могут стать спекуляции, направленные против рубля. Однако поскольку ЦБ в ближайшее время вряд ли резко девальвирует рубль к бивалютной корзине, а относительно доллара, он, скорее всего, даже повысится, участники рынка, по всей видимости, не только постараются сохранить облигации на период продолжительных новогодних каникул, но и увеличить позиции в качественных и коротких выпусках с высоким текущим доходом.

В «длинных» бумагах, скорее всего, будут доминировать продавцы, однако, поскольку текущая ситуация с рублевой ликвидностью до конца года не должна серьезно ухудшиться, падение цен долгосрочных бумаг, скорее всего, не будет существенным.

Тем не менее, в среднесрочной перспективе тенденция к росту доходности рублевых облигаций, скорее всего, сохранится. Пересмотр кредитных рейтингов, ослабление рубля, кризис в мировой экономике, который оказывает все большее влияние на реальный сектор, а также ужесточение денежно-кредитной политики Банком России с целью избежать более резкого падения рубля в дальнейшем и ослабить инфляционные опасения – все это предполагает рост доходности рублевых бумаг.

Доходность корпоративных облигаций



Доходность ОФЗ



Лидеры роста/падения корп. облигаций за неделю

Выпуск	Дох-ть к оферте/погашению, годовых	Цена, % от номинала	Изменение цены, б.п.
Лидеры			
МоторФин-1	· / 11,72%	99,61	4780
СевКазна-2	34,57% / ·	89,91	4037
МИА-1об	· / -	120,00	1811
КуйбАзот-2	· / 14,09%	90,96	1596
РИГрупп 01	· / -	79,31	1431
МоторФин-2	170,71% / ·	91,63	1262
РЖД-07обл	- / 8,04%	98,89	1133
Орхидея 01	- / 565,14%	56,49	1094
ВикторияФ2	· / 104,55%	49,95	981
МТС 03	17,03% / ·	90,00	867
Аутсайдеры			
СвобСокол3	767,16% / ·	40,63	-1497
М-ИНДУСТР	· / 206,25%	12,36	-1572
МагнитФ 02	· / 36,06%	52,01	-1896
ГТ-ТЭЦ 4об	· / 144,63%	56,59	-2310
ЕврокомФК3	· / ·	44,29	-2460
ЕврокомФК1	· / -	44,00	-2563
Сибирь-01	· / -	37,84	-2613
Амурмет-02	· / 109,53%	46,75	-3074
Амурмет-03	466,80% / ·	56,48	-3152
МинплитаФ1	333,2% / -	33,00	-5500

Источник: ММББ, КапиталЪ, Cbonds

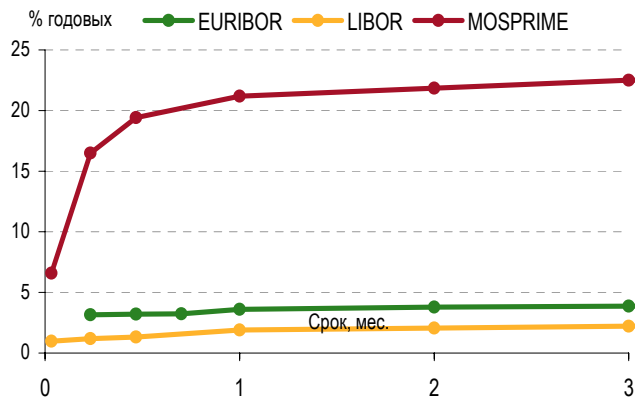
Валютный рынок

В пятницу рост курса рубля к доллару продолжился. По итогам недели он укрепился на 13,5 коп. и, несмотря на то, что за последнее время Банк России трижды повышал курс бивалютной корзины, рубль закрылся на максимальной отметке с конца ноября – 27,655 руб. за доллар. Поскольку в ближайшие дни евро, скорее всего, поднимется еще выше – вплоть до отметки \$1,35-36, у курса рубля к доллару, на наш взгляд, высокие шансы сохранить позитивную динамику. Основой риск его снижения – политика ЦБ, направленная на девальвацию рубля к бивалютной корзине. Сегодня он в очередной раз расширил границы валютного коридора, а учитывая низкие цены на нефть, ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры и сокращение ЗВР из-за высокого спроса на валюту – все это может вынудить ЦБ ослабить поддержку рубля. Впрочем, если коррекция доллара будет такой же резкой, как и на прошлой неделе, рубль, скорее всего, сможет отыграть свое снижение к доллару из-за укрепления корзины.

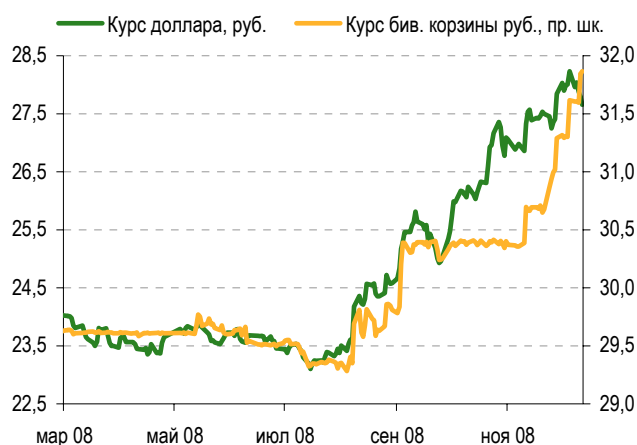
В свою очередь риски ослабления доллара сопряжены с негативной макроэкономической статистикой по американской экономике, которая уже не способна нивелировать неприятие риска. Не в пользу доллара и прогнозы резкого снижения базовой процентной ставки ФРС - вплоть до 0,25%. Во-первых, это увеличит преимущество евро в ставках, а во-вторых, хотя бы на время может улучшить ситуацию на финансовых рынках, от чего, прежде всего, должны выиграть высокодоходные валюты.

Еще одним фактором для падения доллара могут стать ожидания увеличения спроса на евро в конце года. Судя по тому, что евро не упал ни после отказа Сената принять законопроект, направленный на поддержку крупнейших американских автозаводов, ни после решения Администрации Буша использовать для их спасения альтернативные возможности, настроения рынка могут стать одним из решающих факторов ослабления доллара.

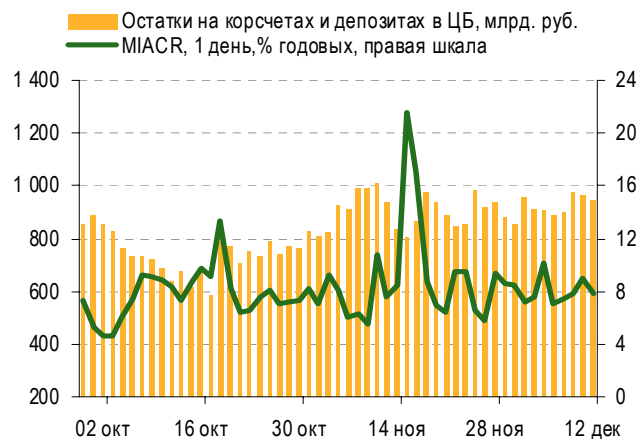
Кривая ставок за предыдущий день



Курс рубля ЦБ РФ

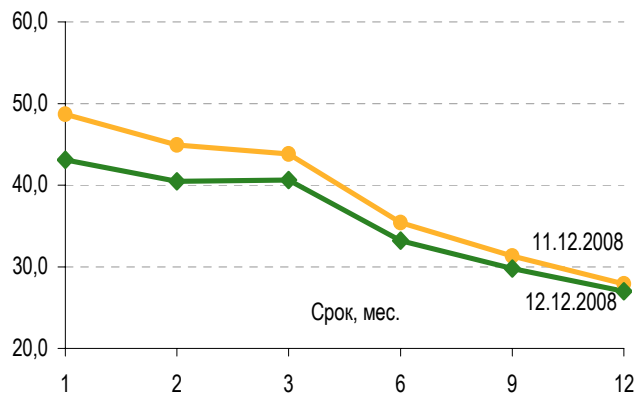


Рублевая ликвидность



Источник: ЦБ РФ

Изменение кривой МБК, % за день



Источник: ЦБ РФ

Новости эмитентов

Интегра

В конце прошлой недели Интегра опубликовала предварительные финансовые результаты за 9 месяцев 2008 г. и представила антикризисную программу действий в условиях резкого уменьшения объема заказов на нефтесервисные услуги. За 9 месяцев 2008 г. выручка Интегры выросла на 45,3% до \$1,17 млрд., EBITDA – на 50,1% до \$192,9 млн.

Комментарий: Органический рост бизнеса Интегры обеспечил более 70% прироста ее финансовых показателей. Это связано с увеличением объемов работ и повышением цен на нефтесервисные услуги. В последнее время Интегра активизировала свое участие на рынке M&A практически во всех бизнесах, но в связи с непростой ситуацией на рынке, ей, видимо, придется временно отложить приобретения активов, хотя подобные предложения компания продолжает получать от ряда мелких подрядчиков. В это ситуации уверенный органический рост операционной деятельности является позитивным фактором.

EBITDA выросла опережающими темпами по сравнению с выручкой, что позволило компании увеличить рентабельность по EBITDA до 16,5%. Впрочем, такая тенденция, вряд ли, будет иметь продолжение в IV квартале этого года и 2009 г., так как заказчики требуют резкого снижения цен на подрядные работы, а снижение операционных расходов компании будет происходить более медленными темпами. Кроме того, объемы работ будут снижаться. Это мы уже видим в III квартале 2008 г., в котором произошла приостановка ряда проектов в геофизике и снизился объем работ в машиностроительном сегменте. Как следствие, в отчетном периоде рентабельность практически во всех операционных сегментах Интегры снизилась.

Несмотря на это, компании удалось сгенерировать операционный денежный поток на уровне \$82,2 млн. (за 9 месяцев 2007 г. - \$3,9 млн.), из которых \$79,5 млн. было получено в III квартале в основном за счет снижения дебиторской задолженности. Это не позволило компании полностью профинансировать свои капвложения только за счет операционного потока. Тем не менее, в следующем году Интегра планирует капвложения на уровне \$40-50 млн. по сравнению со \$170 млн. в этом году. Этой суммы даже не хватит на возмещение амортизационных расходов, не говоря уже о модернизации и обновлении капитальной базы.

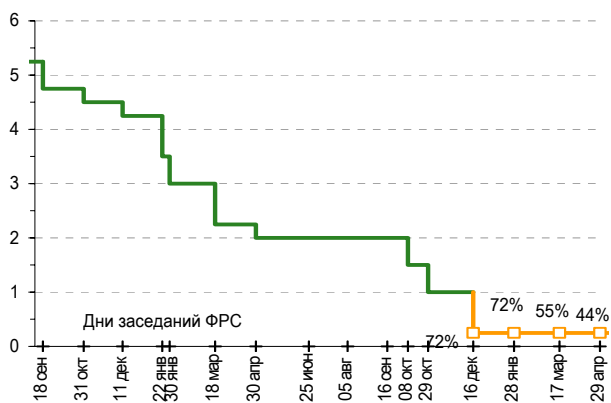
При дальнейшем ухудшении ситуации в отрасли многое будет определяться способностью компании оперативно снижать свои расходы и качественно управлять оборотным капиталом. Интегра уже собирается продолжать сокращать персонал и оптимизировать график работы персонала. Мы надеемся, что это принесет свои плоды. Тем не менее, при дальнейшем ухудшении ситуации в отрасли Интегра, скорее всего, не сможет показать какой-либо значимый положительный операционный денежный поток, поэтому ей, помимо рефинансирования и погашения текущей задолженности, придется еще привлекать кредиты.

Пока Интегра достаточно эффективно справляется с рефинансированием и погашением своей задолженности. Сейчас долг компании превышает \$400 млн. из них 300 – краткосрочный. Пик выплат придется на январь 2009 г. (\$170 млн.). Сейчас компания активно ведет переговоры по рефинансированию своей задолженности как с западными (в частности, ЕБРР), так и российскими кредитными структурами. Высока вероятность, что ей удастся успешно завершить эти переговоры еще до конца этого года.

Сейчас на рублевом рынке обращается два выпуска облигаций Эмитента на 5 млрд. рублей. Более короткий первый выпуск с погашением в марте 2009 года сейчас торгуется по цене около 75% от номинала. Возможность компании успешно исполнить свои обязательства напрямую зависит от результатов переговоров по рефинансированию задолженности.

Souper du Jour: Понедельник – Экономика США

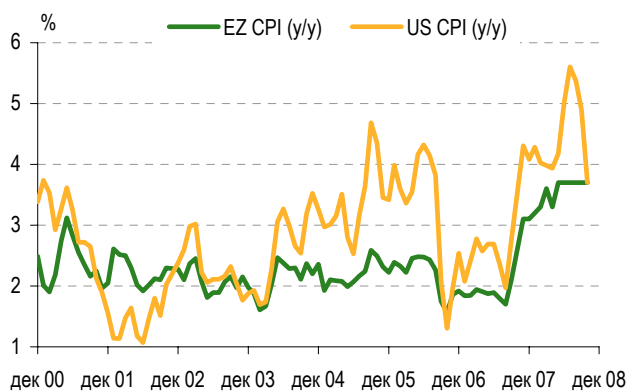
Вероятность значения базовой ставки ФРС США



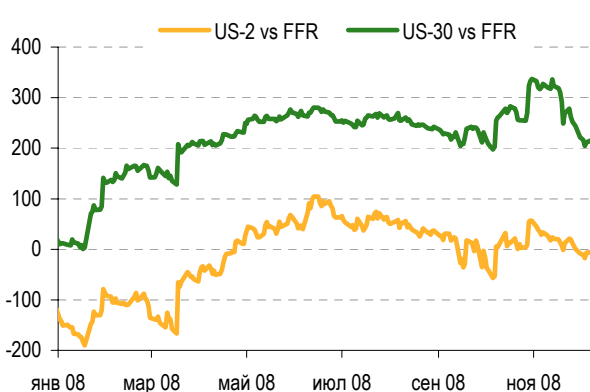
Ставка ФРС США и спред между долгосрочным и краткосрочным выпусками



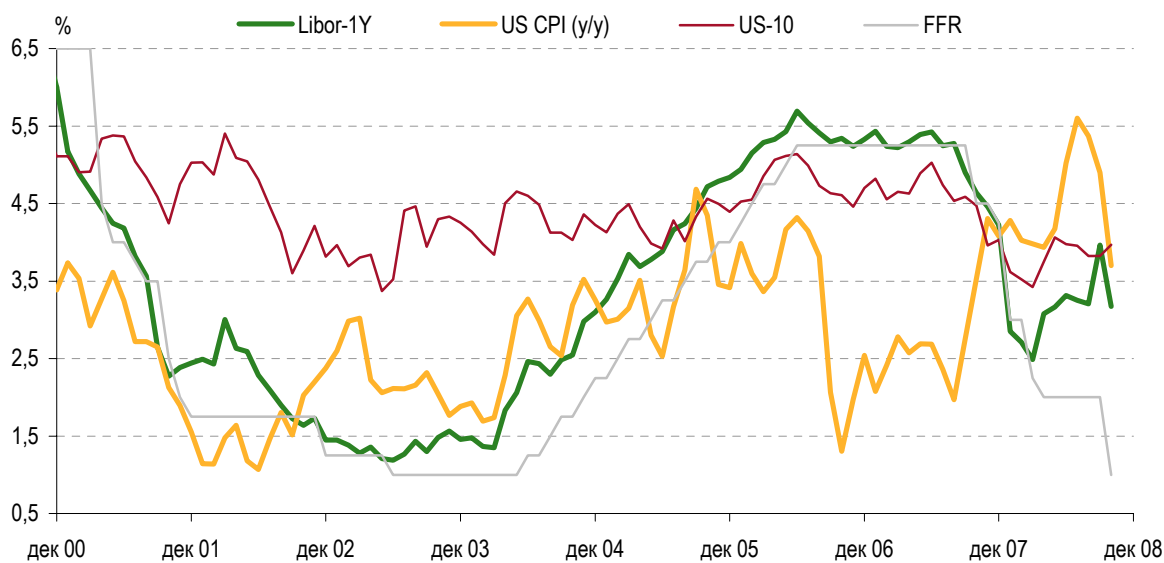
US CPI vs EZ CPI



FFR vs UST

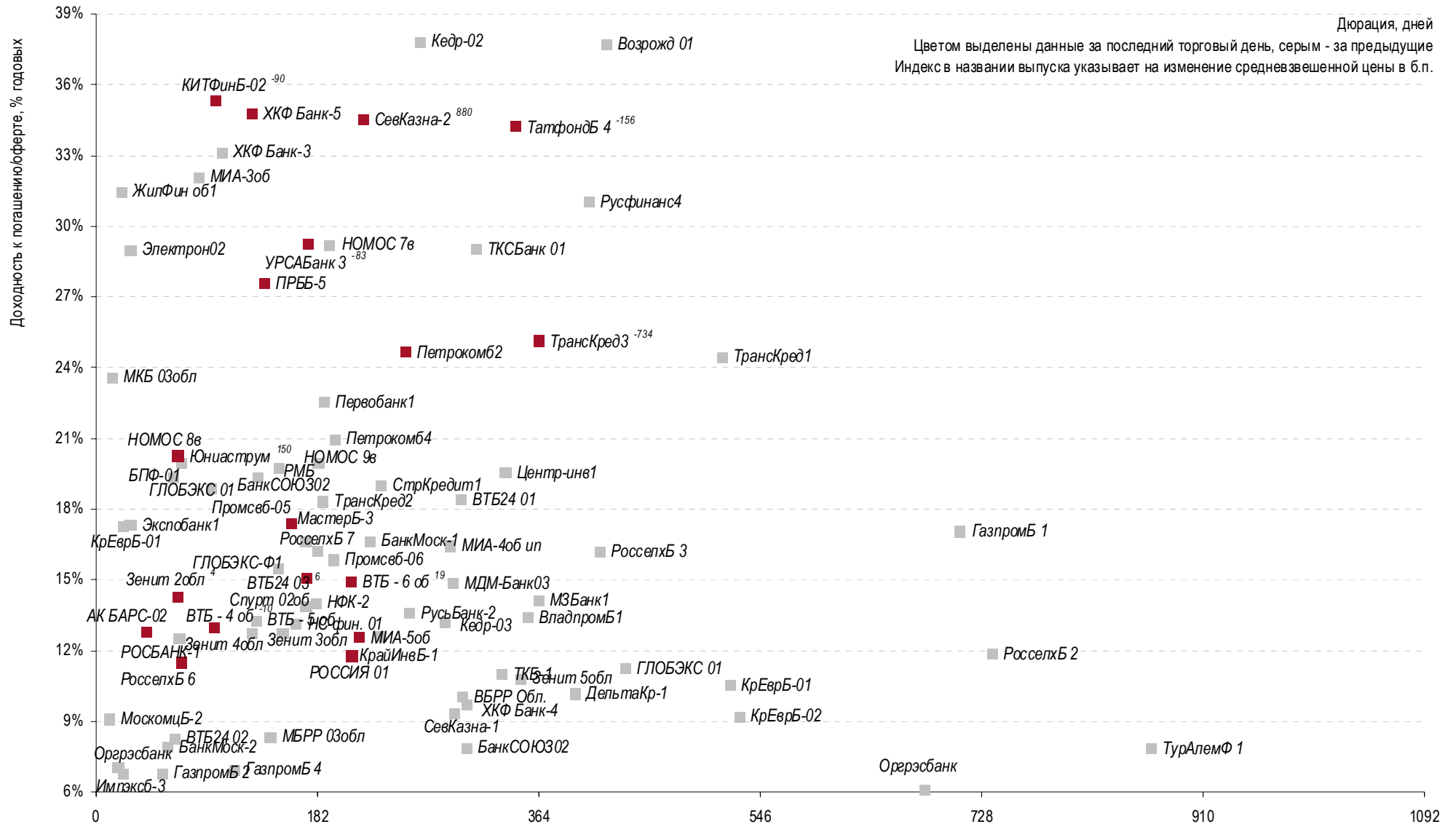


Libor-1Y vs US CPI vs US-10 vs FFR



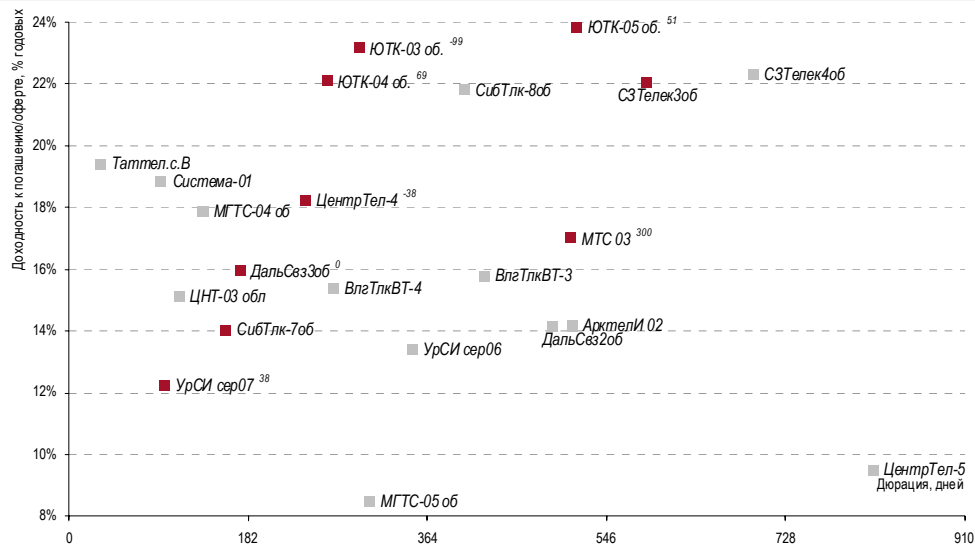
Карты процентных ставок по секторам

Банки

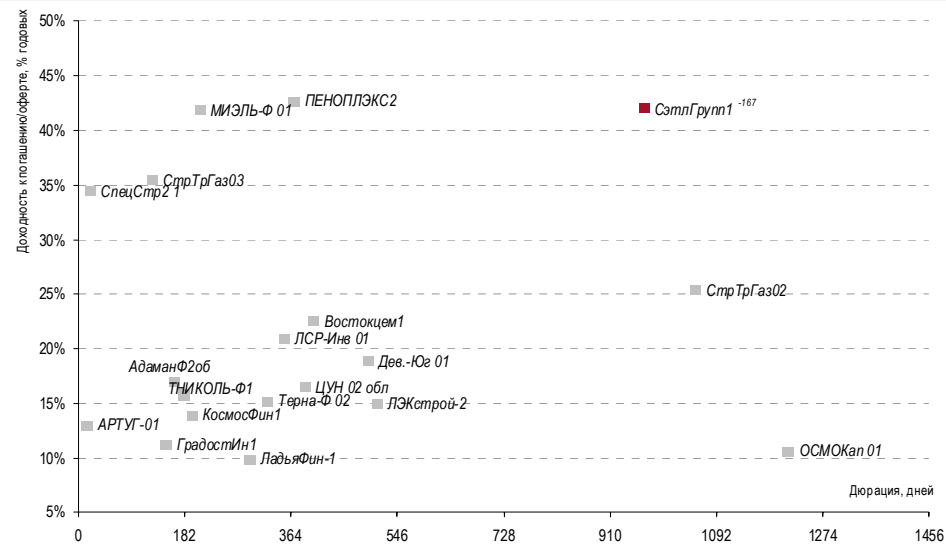


Карты процентных ставок по секторам

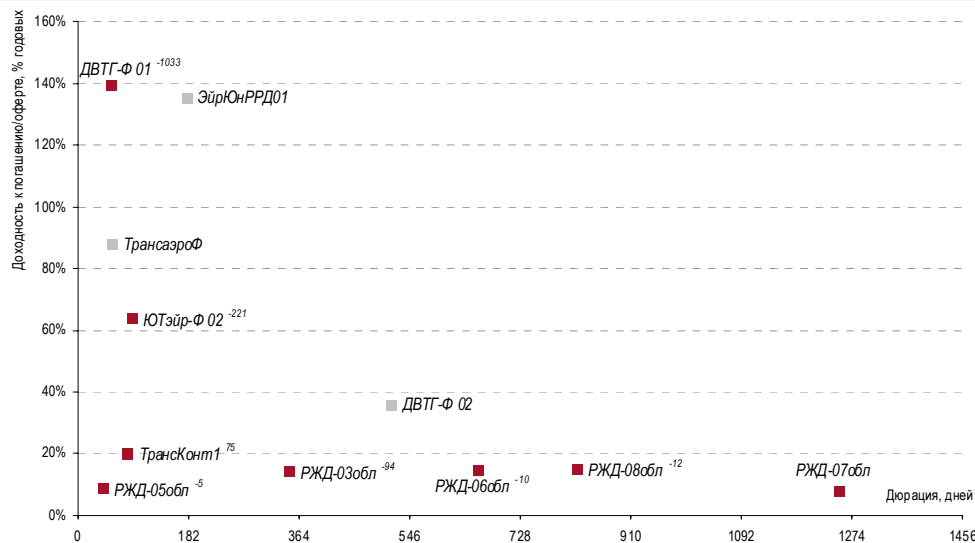
Связь и телекомы



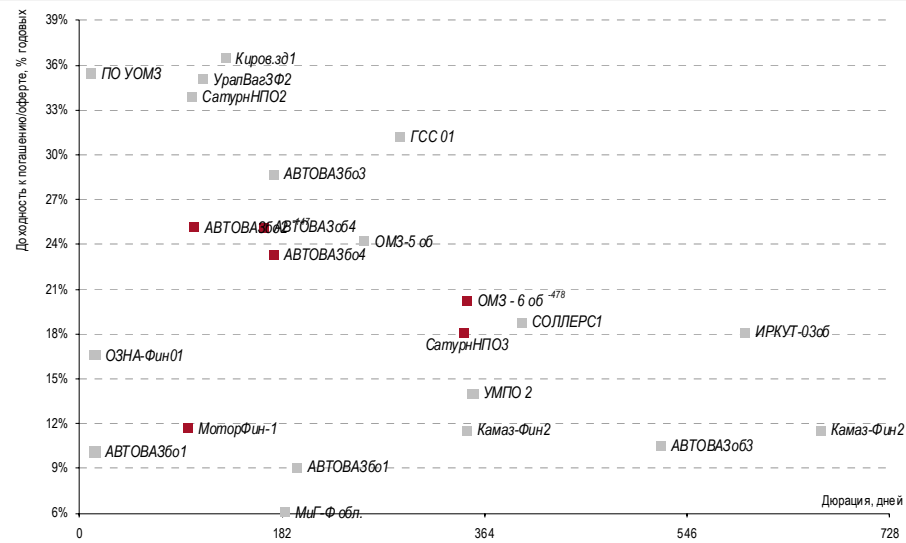
Строительство и девелопмент



Транспорт

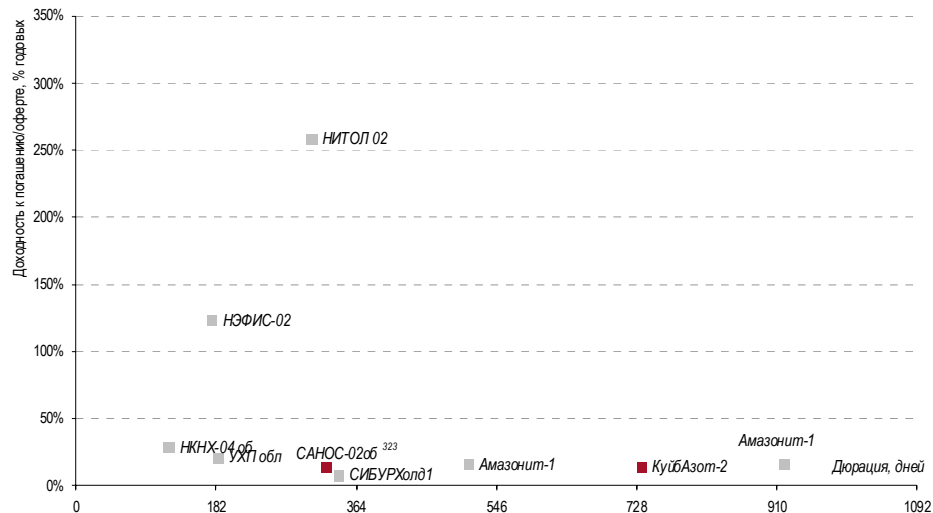


Машиностроение

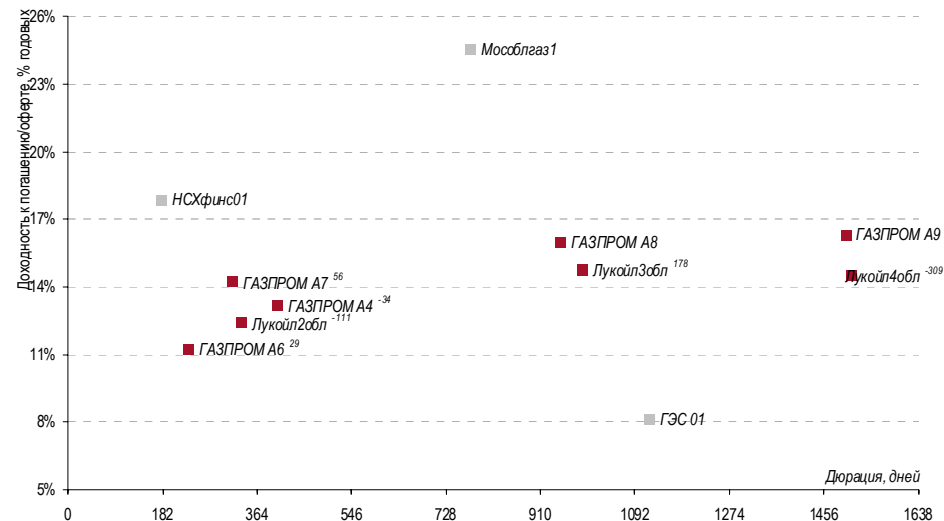


Карты процентных ставок по секторам

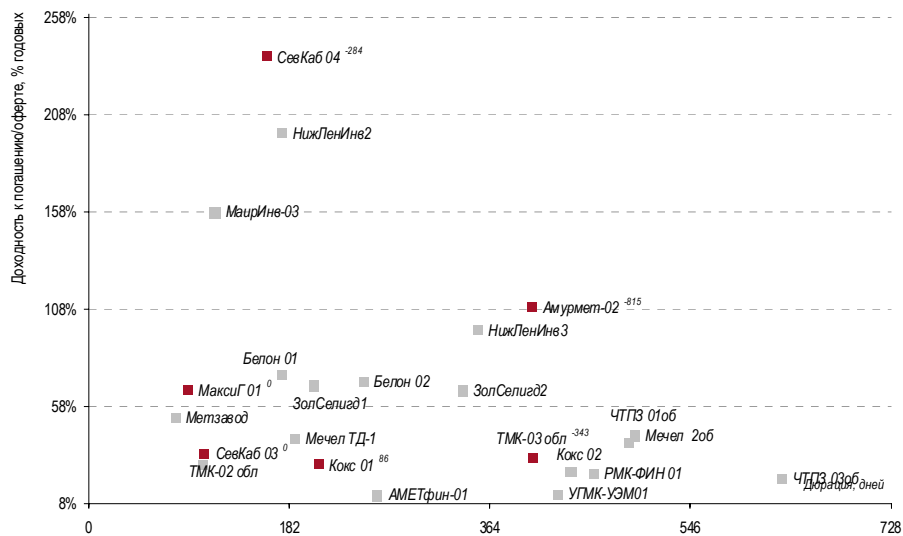
Химия и нефтехимия



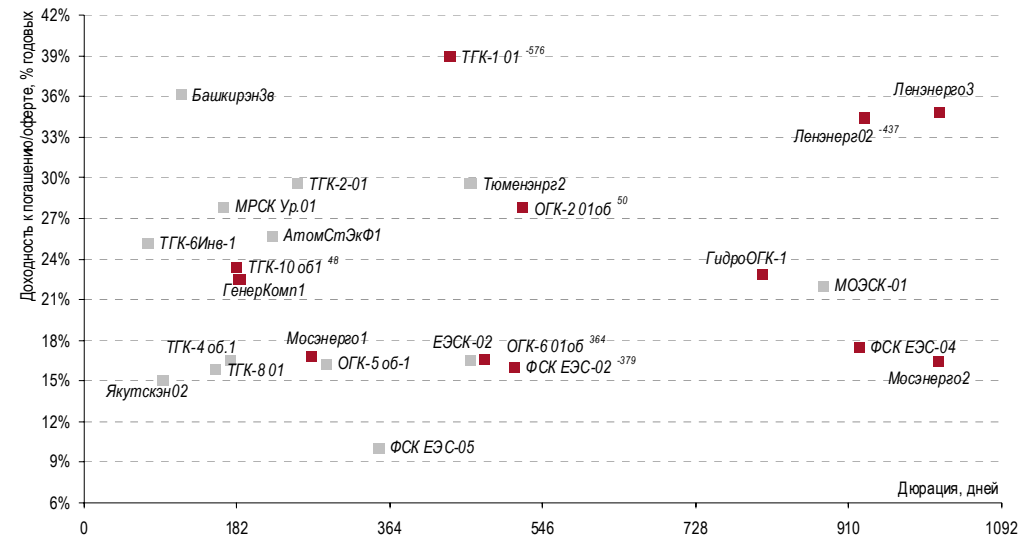
Нефть и газ



Металлургия

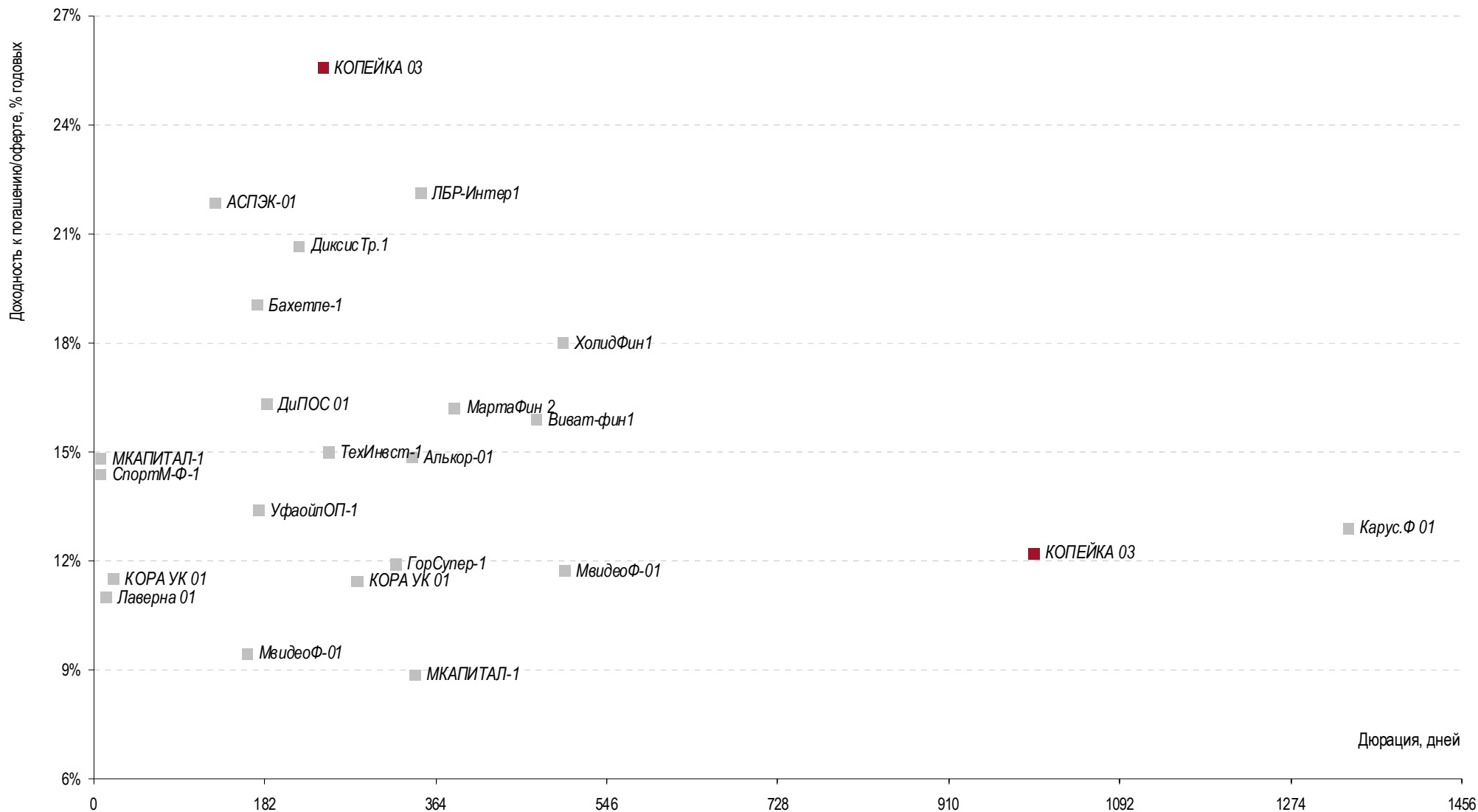


Электрэнергетика



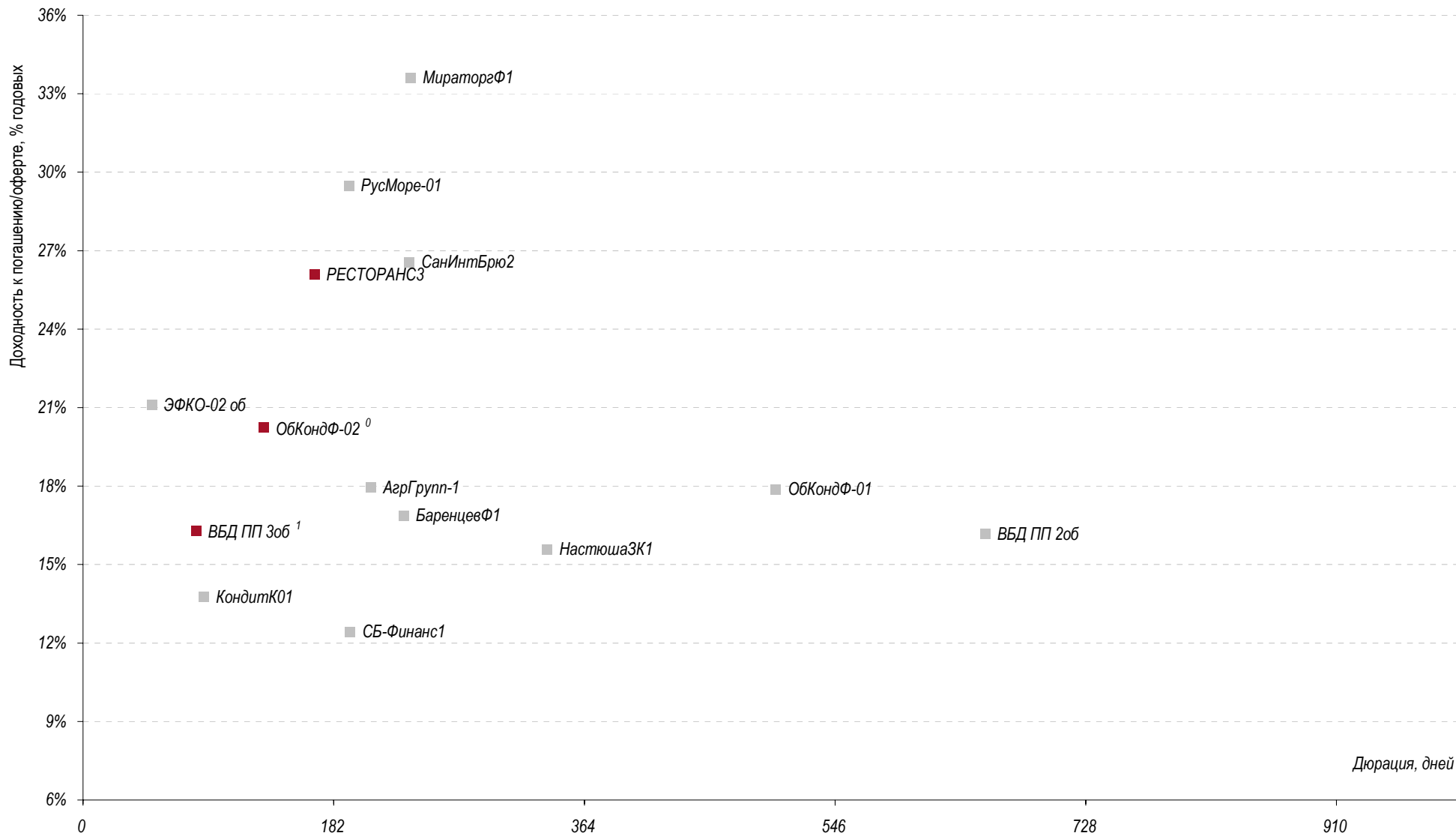
Карты процентных ставок по секторам

Торговля



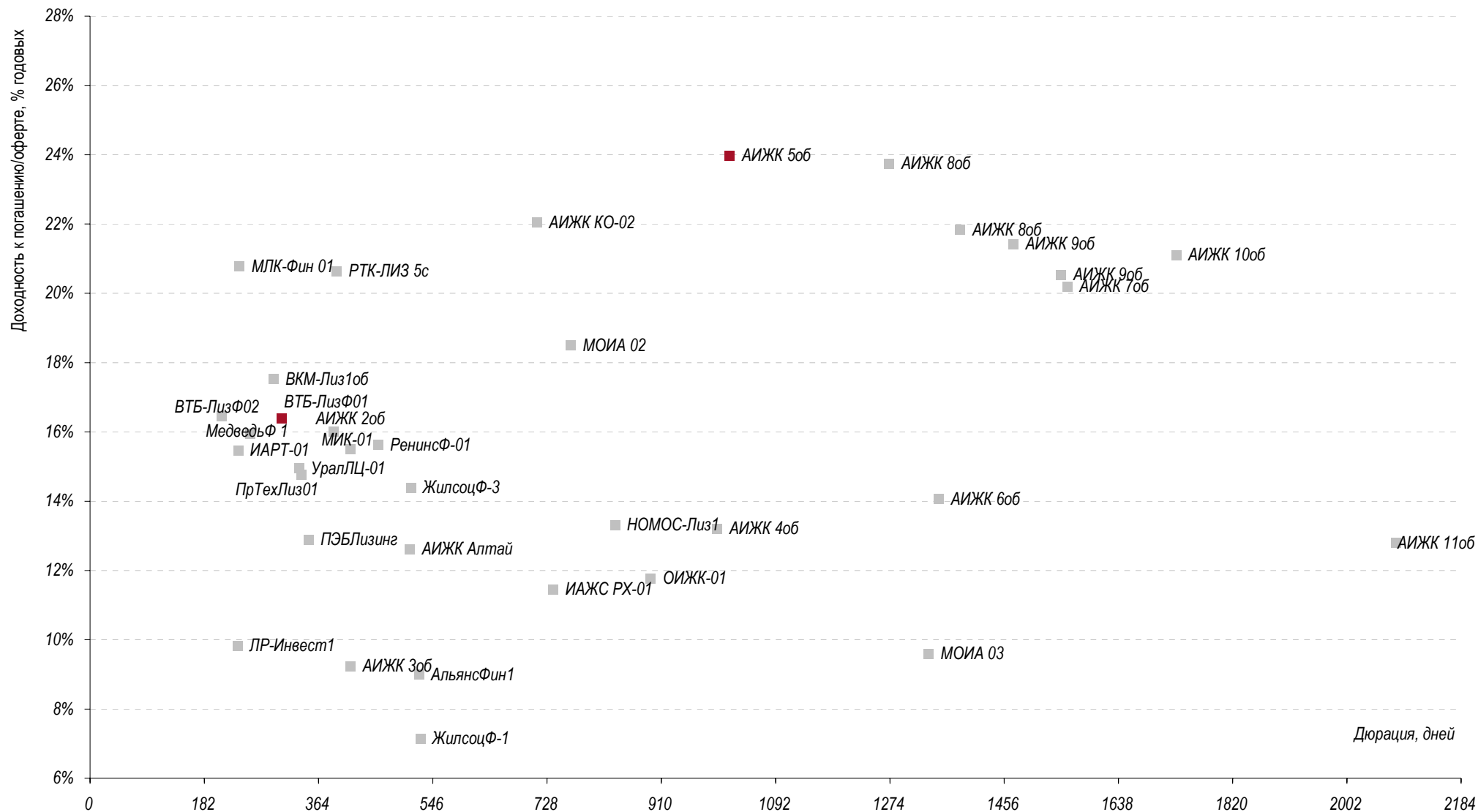
Карты процентных ставок по секторам

Пищевая промышленность

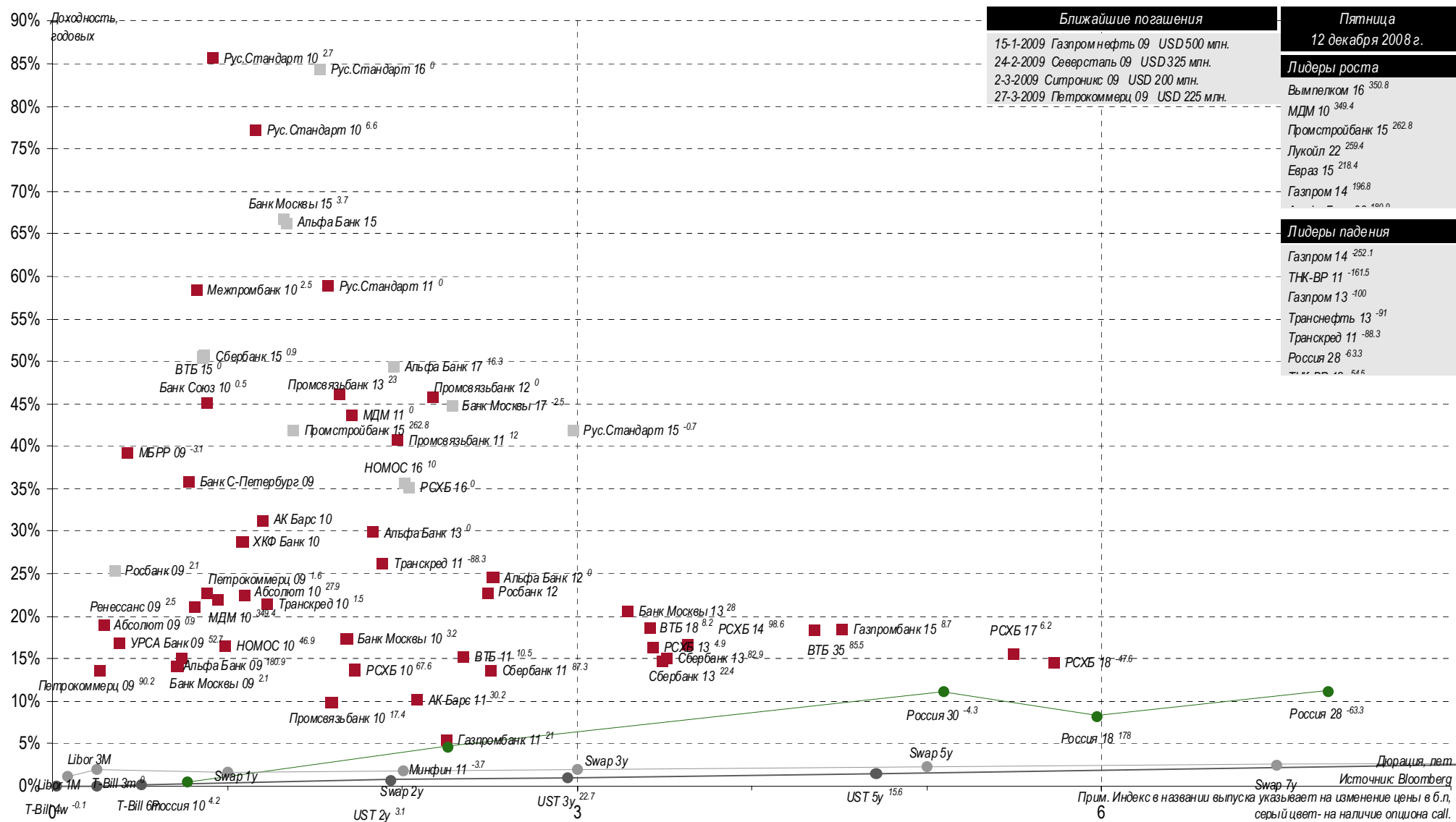


Карты процентных ставок по секторам

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
09.12.2008	Райффазнб-4	3 / 5	10 000	-	13,96%	-
09.12.2008	РосселхБ 5	3 / 10	10 000	-	13,96%	-
04.12.2008	ИркЭнерго1	1 / 5	5 000	-	16,10%	-
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%	-

Источник: Компании

Итоги последних размещений государственных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Объем, млн.руб.	Спрос, млн.руб.	Размещено, млн. руб.	Среднез. 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.
15.12.2008	АИЖК 11об	8,20%	0,2
	АИЖК 8об	7,63%	95,1
16.12.2008	Кедр-02	12,30%	30,7
	КриогенФ 1	13,00%	64,8
	ЛЭКстрой-1	13,00%	97,2
	ЛЭКстрой-1	оферта	1 500,0
	МарийНПЗ	11,10%	44,3
	МарийНПЗ	погашение	800,0
	НатурПрод2	14,50%	72,3
	НИТОЛ 01	1,00%	5,0
	НИТОЛ 01	1,00%	5,0
	НИТОЛ 02	11,75%	128,9
	НОМОС 7в	9,25%	138,4
	ПятерочФ 2	9,30%	139,1

Источник: КапиталЪ

Ближайшие выплаты по облигациям федерального займа

Дата	Выпуск	Ставка купона, годовых	Объем, млн. руб.
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
	26201	6%	226,4
	46022	7%	1 055,5
28.01.2009	25060	5%	592,9

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 ИФД «КапиталЪ». Все права защищены.

Настоящий материал был подготовлен специалистами департамента рыночных исследований 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.