

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	81.98	-0.10	-0.12	GAZP' 34	92.00	0.00	10.56	0
Нефть (Brent)	83.24	-0.15	-0.18	Bank of Moscow 09	102.00	-0.46	5.30	-3
Золото	876.75	1.25	0.14	UST 10	103.63	-0.39	3.43	-7
EUR/USD	1.3577	0.00	-0.08	РОССИЯ 30	100.20	0.25	7.47	-4
USD/RUB	26.181	0.01	0.03	Russia'30 vs UST10	404			-9
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (1.5%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	205			3
USD LIBOR 3m	4.32	0.03	0.73	Libor 3m vs UST 3m	356			-26
MOSPRIME 3m	9.49	0.26	2.82	EU 10 vs EU 2	58			-11
MOSPRIME o/n	7.29	0.87	13.55	EMBI Global	530.72	0.81		4
MIBOR, %	7.36	0.85	13.06	DJI	9 447.1	-5.11		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	767.60	-63.80	-16.83	Russia CDS 10Y \$	324.10	1.69		8
Сальдо ливв.	-172.3	-54.50	46.26	Gazprom CDS 10Y \$	492.53	1.06		5

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

Кризис распространяется на реальную экономику

Индексы рублевых облигаций Банка Москвы

Оферты

Денежный рынок: ставки растут

Краткосрочный взгляд – негативный

### Глобальные рынки

Паника продолжается. Регуляторы предпринимают все возможное

Ставки на межбанковском рынке растут по всему миру

Российский спред достиг 440 б. п. и вернулся на уровень... апреля 2003 г.

### Экономика РФ

Правительство принимает новые антикризисные меры

### Корпоративные новости

S&P играет на опережение

Инком-Авто: хорошая отчетность, много короткого долга

S&P поставило рейтинг Банка «СОЮЗ» и Элемент-Лизинг в список на пересмотр

Производители автомобилей снижают производство

Бенефициар УРСА-Банк спасает небольшой сибирский банк?

## Новости коротко

### Главные новости

- n Правительство РФ принимает новые антикризисные меры (см. ниже).
- n **Дикая Орхидея платит самостоятельно.** Завтра компания выплатит купон держателями облигаций не через платежного агента АКБ «Банк СОЮЗ», а самостоятельно. Общая сумма дохода, подлежащего выплате по облигациям эмитента, составляет 32.4 млн руб. / Cbonds
- n Четыре крупнейшие нефтегазовые компании РФ – ЛУКОЙЛ, Роснефть, ТНК-ВР и Газпром – обратились в правительство с просьбой выделить им кредиты на рыночных условиях для погашения задолженности по внешним заимствованиям. / Интерфакс-АНИ

### Ликвидность

- n На аукционе по размещению временно свободных средств федерального бюджета на банковские депозиты было размещено 38.836 млрд руб. Средневзвешенная процентная ставка размещения составила 8.31 %. Сегодня Минфин РФ предложит банкам на аукционе свободные средства в объеме 300 млрд руб. / Cbonds

Планы компаний

- n **ООО «ФинансБизнесГрупп»** 13 октября проведет внебиржевое размещение облигаций 3-й серии объемом 3 млрд руб. Ставка 1-го купона определена в размере 13.25 %, срок обращения – 3 года. По выпуску состоится оферта 21.04.2010. Организатор – ТрансКредитБанк. / Cbonds

Корпоративные новости

- n **Группа ЛСР** завершила приобретение 97%-ной доли уставного капитала ОАО «Обуховский завод пористых изделий» – крупнейшего производителя газобетона в Украине. / Финам

Кредитные рейтинги

- n S&P вчера осуществило следующий ряд рейтинговых действий (см. комментарий ниже):

1) понизило рейтинг **ОАО «Трубная металлургическая компания»** с «BB-» до «B+»;

2) изменило прогнозы изменения рейтингов следующих компаний:

- **ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ»** с «позитивного» на «стабильный». Долгосрочный кредитный рейтинг подтвержден на уровне «B»;

- **ОАО «Южная телекоммуникационная компания»** с «позитивного» на «стабильный». Долгосрочный кредитный рейтинг подтвержден на уровне «B»;

- **ОАО «ВолгаТелеком»** со «стабильного» на «негативный». Долгосрочный кредитный рейтинг подтвержден на уровне «BB-»;

- **ОАО «Уралсвязьинформ»** пересмотрен со «стабильного» на «негативный». Долгосрочный кредитный рейтинг подтвержден на уровне «BB-»;

- долгосрочный кредитный рейтинг **Банка СОЮЗ «B»** помещен в список CreditWatch с «негативным» прогнозом;

- долгосрочный кредитный рейтинг **компании «Элемент Лизинг» «B»** помещен в список CreditWatch с прогнозом «негативный»;

n 3) оставило рейтинги госкорпорации **«Банк развития и внешнеэкономической деятельности» (ВЭБ)**, а также ее 100%-ной дочерней организации – **Российского банка развития** – «BBB+» в списке CreditWatch с прогнозом «негативный».

- n Fitch Ratings вчера осуществило следующий ряд рейтинговых действий:

1) понизило долгосрочный РДЭ **ОАО «Система-Галс»** с уровня «B+» до «B». После понижения прогноз по долгосрочному РДЭ – «стабильный»;

2) повысило долгосрочные рейтинги **Республики Коми** в иностранной и национальной валюте с уровня «BB-» до «BB». Прогноз – «стабильный»;

n изменило прогноз по долгосрочным рейтингам **Республики Карелия** по международной и национальной шкале со «стабильного» на «позитивный». Долгосрочный рейтинг республики по международной шкале подтвержден на уровне «BB-».

Кредиты

- n **Компания «Трансгарант»** привлекла 5-летний синдицированный кредит в размере \$ 90 млн. Организатором займа выступает Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe. Кредит предоставлен под поручительство материнской компании ОАО «ДВМП» (FESCO) и залог подвижного состава. Денежные средства планируется направить на приобретение подвижного состава в рамках инвестиционной программы на 2008 год, а также на рефинансирование краткосрочных финансовых обязательств, возникших в связи с приобретением подвижного состава / Финам

Купонные ставки

- n Ставка 5-го купона по облигациям **ООО «КВАРТ-финанс»** серии 01 установлена на уровне 12 %. / Cbonds

- n Ставка 5-го купона по 1-му облигационному выпуску **ООО «БАНАНА-МАМА»** определена в размере 12 %. / Cbonds

**Внутренний рынок****Кризис распространяется на реальную экономику**

Сегодня довольно сложно писать комментарий только по внутреннему долговому рынку. Весьма непросто комментировать ситуацию по инструментам, цены которых имеют крайне низкую информационную значимость. Биржи работают с перебоями, рейтинговые агентства проводят веерный пересмотр рейтингов как финансовых, так и нефинансовых эмитентов.

Безусловно, положительными для рынков являются усилия Правительства найти выход из сложившейся ситуации и противостоять кризису. Вчера было принято еще одно экстраординарное решение по предоставлению субординированных кредитов банковскому сектору на сумму 950 млрд руб. Большая часть помощи придется на госбанки, 225 млрд – на банки частного сектора. Главный вопрос – насколько быстро средства достигнут адресатов и придут в реальную экономику. В этой связи внимание инвесторов очень скоро переключается с хороших новостей на плохие.

Крайне тревожными сигналами для нас стали остановка производства на заводах ГАЗа, сокращение производства на ММК и намерения Дикой Орхидеи самостоятельно исполнять платежи. Проблемы в финансовой сфере начинают отражаться на операционной деятельности предприятий. На этом фоне ждать полного исполнения всех платежей по купонам, офертам и погашениям в корпоративном секторе не приходится. По нашим оценкам, до конца 2008 г. корпоративному сектору (банки и предприятия) придется выплатить только 280 млрд руб.

**Выплаты в корпоративном секторе, млн. руб.**

Купоны	35 909
Амортизация	4 148
Оферты	205 304
Погашения	35 240
Всего	280 602

Источники: Банк Москвы

Полагаться найти какие-либо котировки и пытаться назвать их рыночными сейчас невозможно. Спроса на рублевые облигации нет, доходности и спреда достигают все новых и новых космических значений.

**Индексы рублевых облигаций Банка Москвы**

По нашим оценкам, доходность всех корпоративных облигаций вчера выросла еще на 70 б. п. и составляет в настоящее время 21.2 % годовых. Доходность blue chips – 12.5 % годовых, второй эшелон – свыше 22 %, третий – свыше 30 %. Дюрация всего рынка облигаций составляет менее года.

**Оферты**

- Сувар-Казань выкупило 702 млн. руб. по облигациям первой серии.
- МДМ-Банк выкупил 5.2 млрд. руб. по облигациям третьей серии.
- Банк "Северная Казна" - выкупил 63.2 млн. руб. по облигациям первой серии.

**Денежный рынок: ставки растут**

Ситуация на денежном рынке пока стабильна. Вчера вечером ставки overnight для банков первого круга подросли до уровня 6.5-7.0 %. Курс рубля подвергается атаке со стороны спекулянтов. Вчера ЦБ пришлось купить порядка \$ 4.0 млрд для того, чтобы удержать курс бивалютной корзины не выше 30.40 руб.

**Краткосрочный взгляд – негативный**

Сегодня мы сохраняем негативный взгляд на динамику внутреннего долгового рынка. Кредитный кризис начинает распространяться на реальную экономику. Конъюнктура внешних рынков остается крайне нестабильной, а проблемы внутреннего долгового рынка углубляются угрозой технических дефолтов.

*Егор Федоров*

**Глобальные рынки****Паника продолжается. Регуляторы предпринимают все возможное**

Паника на глобальных рынках продолжается. Меры, предпринимаемые регуляторами, пока не способны привести рынки в чувство.

Крайне позитивной новостью вчера стали планы ФРС по созданию специального фонда по выкупу краткосрочных векселей непосредственно у самих заемщиков с рейтингом не менее «А-». Еще одна программа Commercial Paper Funding Facility направлена на рефинансирование краткосрочной задолженности и сдерживание кредитного кризиса. На время это помогло стабилизировать ситуацию.

Центральные банки продолжают активно накачивать ликвидностью свои рынки в надежде остановить распространение кризиса, однако пока все меры либо подвергаются критике и сомнению, либо приходят поздно и не вовремя.

Рынки ждут, что ФРС снизит ставку уже на следующей неделе. То же вчера дал понять на своем выступлении и Бен Бернанке, однако снижение ставки сейчас вряд ли станет какой-либо панацеей от кризиса. ФРС будет делать все возможное для стабилизации финансового рынка. Перспективы развития экономики с точки зрения ФРС резко ухудшились в последнее время.

МФВ вчера распространило доклад об уменьшении влияния политики процентных ставок на финансовые рынки. Действительно, в период кризиса доверия политика низких процентных ставок может оказаться неэффективной.

Кризис постепенно начинает распространяться и на реальную экономику. Согласно данным ФРС, объемы потребительского кредитования в США в Августе снизились впервые за десять лет сразу на \$ 7.9 млрд (-3.7 %).

Сегодня-завтра состоится двухдневное заседание Банка Англии. Весьма вероятно, что процентная ставка будет снижена на 25-50 б. п.

**Ставки на межбанковском рынке растут по всему миру**

Глобальные рынки продолжают испытывать острый дефицит ликвидности.

Сегодня долларовые ставки overnight в Азии (Сингапур, Куала Лумпур) достигли очередных максимумов и составляют 4-6 %. Не исключено, что рост ставок продолжится и в Лондоне, где вчера ставки на межбанковском рынке в Лондоне продолжают расти:

- USD LIBOR o/n достиг 3.93 % (+157 б. п. с 2.36 % днем ранее);
- EUR LIBOR o/n достиг 4.48 % (+21 б. п. с 4.27 % днем ранее).

Спрэд трехмесячного LIBOR к o/n interest swap – так называемый OIS spread – продолжает стремительно расти, сигнализируя о высоком кризисе доверия банков в Лондоне.

Спрос на облигации Казначейства США сохраняется высоким. Доходность UST-10 находится на уровне 3.46 %.

**Российский спрэд достиг 440 б. п. и вернулся на уровень... апреля 2003 г.**

Российские евробонды продолжают продавать. Суверенный спрэд еврооблигаций Россия'30 к UST-10 достиг 420-440 б. п. и вернулся на уровень... апреля 2003 г. – начала качественного скачка в развитии всего долгового рынка России.

*Егор Федоров*

**Правительство принимает новые антикризисные меры**

Вчера правительство озвучило новые меры по урегулированию финансового кризиса:

- Банковской системе дополнительно будет выделено 950 млрд руб. Из них:

- 500 млрд руб. будут предоставлены в виде субординированного кредита Сбербанку;
- оставшиеся 450 млрд руб. поступят из одного из резервных фондов (резервного или нацблагосостояния) через ВЭБ в виде субординированных займов сроком до 5 лет для остальных банков, имеющих рейтинг (из них 200 млрд руб. ВТБ и 25 млрд руб. Россельхозбанку). В ВЭБ эти деньги поступят в виде депозита.

- Если государство не участвует в капитале банка, то в качестве субординированного займа банк может получить не больше 15 % от капитала при условии, что частные акционеры этих банков будут готовы предоставить им одновременно в 2 раза большее финансирование со своей стороны.

- К аукционам на получение беззалоговых кредитов будут допущены все банки, имеющие рейтинги (ранее обсуждались ограничения). / Источники: Минфин, Рейтер

**Корпоративные новости****S&P играет на опережение**

Рейтинговое агентство S&P вчера выпустило пресс-релиз, в котором рассказало о рейтинговых действиях, коснувшихся сразу нескольких российских эмитентов.

**Рейтинги ТМК были понижены на одну ступень с «BB-» до «B+»**

Основная идея даунгрейда – рейтинги компании больше не соответствуют категории «BB-». По мнению агентства, покупка активов (NS Group Inc. и IPSCO) за \$ 1.2 млрд серьезно ослабила кредитоспособность компании. По информации S&P, на 30 сентября 2008 г. совокупный долг ТМК достиг \$ 3.3 млрд.

Существенный объем краткосрочного долга не покрывается денежными средствами и подтвержденными кредитными линиями банков. Кроме того, в ближайшее время компания не сможет провести SPO, для того чтобы снизить свою долговую нагрузку.

Негативные изменения в операционной деятельности компании в 1-м полугодии 2008 г. (повышение цен на сталь, снижение спроса на трубы большого диаметра и приостановка производства на принадлежащем ТМК ОАО «Тагмет» в связи с модернизацией) вызвали сокращение денежного потока.

Агентство также предупреждает, что рейтинги ТМК могут быть понижены вновь, если компании не удастся заместить свой короткий долг более долгосрочными обязательствами.

Впрочем, мы ожидаем, что компания предпримет все меры, для того чтобы улучшить свою позицию ликвидности – ТМК уже заявила о сокращении дивидендных выплат, о снижении капвложений в 2009 году в 2.5 раза до \$300 млн., а также заморозке сразу двух инвестпроектов: запуска новой электросталеплавильной печи мощностью 1 млн т жидкой стали в год на «Тагмете» и стана по производству бесшовных труб мощностью 600 тыс. т труб в год.

Одновременно с корректировкой сроков инвестпрограммы компания рекомендовала акционерам снизить дивидендные выплаты по итогам девяти месяцев 2008 года: инвесторы могут получить 1,75 руб. на обыкновенную акцию, что вдвое ниже выплаченных промежуточных дивидендов за тот же период прошлого года (3,63 руб. на акцию).

**Прогноз по рейтингам ЛенСпецСМУ пересмотрен с «позитивного» на «стабильный»**

S&P не исключает эффекта «цепной реакции» в отношении спроса и цен на недвижимость, что в совокупности с общей неопределенностью и снижением показателей ликвидности снижает вероятность повышения рейтингов и прогноза в ближайшее время. Как отмечает агентство, денежные средства и кредитные линии ЛенСпецСМУ не покрывают краткосрочных обязательств с погашением в 2009 г., однако компания уже ведет переговоры о привлечении более длинного долга. Негативное влияние на ликвидность ЛенСпецСМУ также оказывает отрицательный свободный денежный поток и потому – высокая зависимость от внешнего финансирования.

**Компании МРК: прогноз по рейтингам УрСИ и ВолгаТелекома пересмотрен со «стабильного» на «негативный», прогноз по рейтингу ЮТК снижен с «позитивного» до «стабильного»**

Насколько мы понимаем основной смысл пересмотра прогнозов МРК – тот факт, что риски ликвидности УрСИ и ВолгаТелекома больше не соответствуют присвоенным рейтингам. Обратите внимание, что вообще самые высокие рейтинги среди МРК по шкале S&P имеют УрСИ, СЗТ и ВолгаТелеком. СЗТ по итогам полугодия показал очень хорошие результаты: самую высокую маржу EBITDA, тогда как краткосрочный долг компании за полгода составил чуть более 2 млрд руб. Все недостатки и достоинства кредитных профилей МРК можно в принципе увидеть в таблице основных финансовых показателей и коэффициентов (см. ниже).

Таким образом, в текущих условиях решение S&P выглядит весьма логичным, тем более что, например, в случае УрСИ подобные действия уже предпринимались агентством, но тогда прогноз был пересмотрен на стабильный, поскольку компании удалось успешно рефинансировать свои долги.

**Резюме**

В текущих условиях пересмотр прогнозов по рейтингам с «позитивного» на «стабильный» мы вообще не считаем чем-то экстраординарным. Что касается даунгрейда ТМК, то компания

попала в когорту эмитентов, привлекавших большой объем краткосрочных средств для финансирования своих сделок M&A и теперь оказавшихся в непростых условиях, учитывая необходимость их рефинансирования, притом, что стоимость залога по этим кредитам значительно снизилась.

Негативный же рейтинг – единственная возможность для рейтингового агентства сыграть на опережение – ведь ставить «D» в момент дефолта компании уже поздно. Негативный прогноз призван предупредить кредиторов о возможном ухудшении кредитоспособности заемщиков, к сожалению, прогноз не говорит о том, насколько существенным может быть это ухудшение.

Как мы ожидаем, финансовый кризис так или иначе скажется негативно на операционных и финансовых показателях большинства российских заемщиков, поэтому рассчитывать на какое-либо заметное улучшение их кредитных метрик было бы довольно странно. Другой вопрос, что в ходе недавнего семинара нам показалось, что аналитики S&P были настроены более позитивно. Впрочем, учитывая, что даже с того времени кризис достиг очередного, еще более разрушительного витка, рейтинговые агентства не вправе бездействовать.

В целом можно констатировать, что кризис уже в полной мере затронул даже крупнейших и наиболее устойчивых российских заемщиков. Разумеется, оценить, насколько существенно пострадают их денежные потоки, мы пока не можем, однако новости о снижении инвестпрограмм, сменившиеся новостями о существенном снижении объемов производства российских компаний, лишь добавляют пессимизма и в без того мрачную картину мира.

*Анастасия Михарская*

#### Финансовые показатели МРК по итогам 1 полугодия 2008г.

	УрСИ	Сибирьтел	Дальсвязь	СЗТ	Волгател	ЮТК	Центртел
Выручка	20 019.0	18 461.0	7 774.0	12 455.0	15 674.0	10 446.0	16 937.0
Операционная прибыль	3 627.0	3 510.0	1 783.0	2 655.0	2 960.0	1 598.0	4 293.0
ЕБИТДА	7 185.0	6 942.0	2 859.0	5 461.0	6 202.0	3 374.0	6 522.0
Активы	59 616.0	52 880.0	19 964.0	52 342.0	54 323.0	38 046.0	50 558.0
Долг	26 043.0	22 179.0	5 885.0	12 819.0	16 586.0	21 216.0	21 446.0
Краткосрочный	10 910.0	9 040.0	1 446.0	2 270.0	8 243.0	8 451.0	6 971.0
Долгосрочный	15 133.0	13 139.0	4 439.0	10 549.0	8 343.0	12 765.0	14 475.0
Чистый долг	25 505.0	19 897.0	4 794.0	12 129.0	14 512.0	20 249.0	20 434.0
СК	22 111.0	19 637.0	7 865.0	29 345.0	27 014.0	10 139.0	18 631.0
Операционная рент-ть	18.1%	19.0%	22.9%	21.3%	18.9%	15.3%	19.0%
Рент-ть ЕБИТДА	35.9%	37.6%	36.8%	43.8%	39.6%	32.3%	38.5%
Долг/Выручка*	65.0%	60.1%	37.9%	51.5%	52.9%	101.6%	63.3%
Долг/ЕБИТДА*	1.8	1.6	1.0	1.2	1.3	3.1	1.6
ЕБИТДА/Проценты	5.6	8.1	11.8	26.5	9.4	3.2	6.5
Долг/Активы	44%	42%	29%	24%	31%	56%	42%
Долг/СК	1.2	1.1	0.7	0.4	0.6	2.1	1.2
Долгоср. долг/ Долг	58%	59%	75%	82%	50%	60%	67%
S&P/Moody's/Fitch	BB-/B+	-/B+	-/B+	BB-/BB-	BB-/BB-	B/B1-	B+/-/B

\* в годовом выражении

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы



**Инком-Авто: хорошая отчетность, много короткого долга**

Вчера Группа компаний Инком-Авто опубликовала отчетность по МСФО по итогам 1 полугодия 2008г. Результаты можно назвать смешанными – выручка компании росла более чем уверенно, однако при этом краткосрочный долг эмитента достиг 7 млрд руб.

**Основные моменты отчетности**

- Компании удалось повысить валовую рентабельность до 15.2% в первом полугодии 2008г. по сравнению с 13.4% за аналогичный период прошлого года.
- Операционная рентабельность Инком-Авто не претерпела существенных изменений, а маржа EBITDA выросла на 0.2 п.п.
- Благодаря тому, что прибыль компании росла более быстрыми темпами, соотношение Долг/EBITDA немного сократилось – с 4.4X до 4.1X.
- Пожалуй, самым неприятным моментом стало негативное значение операционного денежного потока (-446 млн руб.) – на фоне растущей авансовых платежей компании не удалось увеличить дебиторскую задолженность.
- Согласно отчетности в состав краткосрочного долга компании по какой-то причине не были включены рублевые облигации Инком-Лада-2 (в обращении на 1.3 млрд руб.) с офертой в феврале 2009г. Мы также включили туда выпуск Инком-Лада-3 в обращении на (1.8 млрд.) с офертой в июне 2009г.

**Финансовые показатели Группы Инком-Авто, МСФО, млн руб.**

	6M2007	6M2008	Изменение
Выручка	7 199.5	11 900.7	65.3%
Валовая прибыль	962.6	1 803.4	87.3%
Операционная прибыль	460.4	759.2	64.9%
EBITDA	481.5	822.0	70.7%
Чистая прибыль	222.9	431.9	193.8%
Валовая рент-ть	13.4%	15.2%	1.8%
Операционная рент-ть	6.4%	6.4%	0.0%
Рент-ть по EBITDA	6.7%	6.9%	0.2%
Чистая рент-ть	3.1%	3.6%	0.5%

Источник: Группа Инком-Авто

**Финансовые показатели Группы Инком-Авто, МСФО, млн руб.**

	2007	6M2008	Изменение
Выручка	17 998.8	11 900.7	
Валовая прибыль	2 406.5	1 803.4	
EBITDA	1 201.2	822.0	
Чистая прибыль	560.2	431.9	
Активы	8 990.6	14 795.6	65%
Долг	5 303.5	8 166.8	54%
Долгосрочный	4 079.0	975.4	-76%
<b>Краткосрочный</b>	1 224.5	7 191.4	487%
Чистый долг	5 038.1	7 711.1	53%
СК	1 938.3	2 385.7	23%
Валовая рент-ть	13.4%	15.2%	
Рент-ть EBITDA	6.7%	6.9%	
Долг/Выручка*	29.5%	27.4%	
Долг/EBITDA*	4.4	4.0	
Чистый долг/EBITDA*	4.2	3.8	
EBITDA/Проценты	2.8	4.0	
Долг/Активы	59%	55%	
Долг/СК	2.7	3.4	
Долгоср. долг/ Долг	77%	12%	

\* в годовом выражении

Источники: Группа Инком-Авто, оценки Банка Москвы

**Резюме**

Мы считаем, что опубликованная компанией отчетность отражают весьма позитивные результаты по итогам первого полугодия 2008г. В то же время, по нашим ощущениям, операционные показатели компании по итогам полугодия пока не были затронуты кризисом в полной мере. Ведь, автодилеры только-только начинают объявлять о замедлении продаж автомобилей в связи со снижением объема выданных автокредитов.

Другой, даже более негативный фактор, который должен неизбежно сказаться на продажах



этих компаний – возможное снижение спроса на автомобили в связи с ростом экономической неопределенности и снижением доходов населения. Попросту говоря, в суровых кризисных условиях доля населения, способного и желающего приобрести новую машину без помощи кредитов будет снижаться, что при худшем сценарии может привести к затовариванию складов автодилеров, которые будут вынуждены продавать авто с дисконтом, жертвуя своей прибылью.

При этом стоит обратить внимание, что специфика бизнеса автодилеров ставит бланковых кредиторов в крайне невыгодное положение – портфель недвижимости Инком-Авто не входит в контур консолидации компании. Среди ликвидных и привлекательных активов – запасы на сумму 3.8 млрд руб. из которых в залоге находились запасы на сумму 3 млрд руб. Фактически, дефолт любого автодилера это некое схлопывание активов и пассивов компании, а кредиторы могут рассчитывать на то немного, что останется после.

Традиционно, Группа Инком-Авто отличалась довольно высокой информационной открытостью – эмитент проводил регулярные встречи с инвесторами и охотно делился своими результатами и планами. Мы ожидаем, что в условиях кризиса компания не откажется от информационной связи с инвесторами. До остановки торгов облигации Инком-Авто торговались по цене 50-70% от номинала, что во многом было обусловлено информационным вакуумом вокруг эмитента. До решения вопроса по рефинансированию краткосрочного долга мы не ожидаем роста этих бумаг.

*Анастасия Михарская*

### **S&P поставило рейтинг Банка «СОЮЗ» и Элемент-Лизинг в список на пересмотр**

Вчера Standard & Poor's поместило долгосрочные кредитные рейтинги Банка «СОЮЗ» (B/B1/-) и лизинговой компании «Элемент-Лизинг» (B/-) в список Credit Watch с «негативным» прогнозом. Основная причина возможного пересмотра рейтинга по банку – ухудшение ликвидной позиции, крупные убытки банка по операциям с ценными бумагами, неясность относительно финансовой поддержки ключевого акционера. Рейтинговое действие в отношении Элемент-Лизинга вызвано потерей финансовой гибкости ввиду того, что примерно треть пассивов компании составляют средства Банка «СОЮЗ». Напомним, что оба эмитента контролируются холдингом «Базовый Элемент» Олега Дерипаски.

Из ключевых событий, которые формировали новостной фон вокруг Банка «СОЮЗ» в последнее время, мы выделяем невыполнение обязательств по операциям РЕПО в середине сентября 2008 г., озвученные планы по увеличению уставного капитала на 5.7 млрд рублей и переводу всех счетов компаний группы «БазЭл» в Банк «СОЮЗ» вслед за этим и, наконец, вчерашние новости о замораживании выдачи всех видов кредитов. В принципе приостановка активных операций банка для его кредиторов не имеет такого негативного оттенка, как для его акционеров: отмена выдачи новых кредитов позволяет накопить резерв денежных средств из средств погашаемых кредитов. Теоретически эта «подушка ликвидности» позволяет обезопасить или снизить риски рефинансирования по обязательствам, по которым подходит срок погашения.

Однако пока мы не видели практической реализации мер по поддержке бизнеса банка его бенефициаром: в публичных источниках информации мы не нашли подтверждения факта перевода счетов аффилированных компаний на баланс банка. Допэмиссия пока тоже не реализована. Мы думаем, что не добавляет комфорта ни инвесторам, ни рейтинговому агентству информация об отчуждении пакета акций Магна, который был обеспечением по иностранному кредиту, (margin call), сокращение производства автомобилей на ГАЗе – одним из ключевых предприятий холдинга «БазЭл».

Мы думаем, что рейтинговые действия S&P будут способствовать дополнительному давлению на котировки облигаций Элемент-Лизинг (21% к оферте через 1 год) и облигаций Банк СОЮЗ-3 (7.3% к оферте в апреле 2009 г.), а, кроме того, в облигациях компаний Главмосстрой (15.39% к оферте в марте 2009 г.), также контролируемой БазЭлом. Мы не можем не отметить, что 2 дня назад Банк «СОЮЗ» успешно прошел оферту по своему рублевому займу 2-ой серии на сумму 2.0 млрд рублей. В неликвидном выпуске еврооблигаций Soyuz 2010 последняя сделка прошла с годовой доходностью 27.85%.

*Леонид Игнатъев*

### Производители автомобилей снижают производство

Вчера появились первые отголоски кризиса в автомобилестроении. По данным Интерфакса, о планах остановить конвейер по производству Газелей заявила Группа ГАЗ. Агентство сообщает, что конвейер будет остановлен с 6 по 10 октября. Временная остановка производства является мерой для сокращения издержек.

Одновременно с новостью об остановке производства Группы ГАЗ вчера появилась информация о снижении планов производства КАМАЗа, который может перейти с шестидневной рабочей недели на четырехдневную.

Появление новостей о сокращении производства у автомобилестроителей является первым сигналом снижения спроса на коммерческую технику. Мы полагаем, что проблемы российских автомобилестроителей связаны не столько с проблемами финансирования производства, сколько с появлением реальных предпосылок затоваривания рынка автомобильной продукцией. По нашему мнению, снижение спроса на рынке автомобилей, и в первую очередь в сегменте коммерческой техники, в условиях глобального финансового кризиса вполне закономерно. Кроме того, принимая во внимание инертность воздействия кризиса на экономику в целом, падение спроса может продолжаться еще долго.

КАМАЗ погасил досрочно практически весь объем своих облигаций по ofercie 25 сентября, а доходность рублевых облигаций ГАЗа вчера достигла 33.5% (оферта – февраль 2009 г.)

*Михаил Лямин, Леонид Игнатьев*

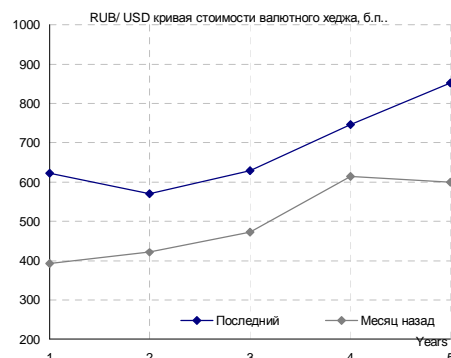
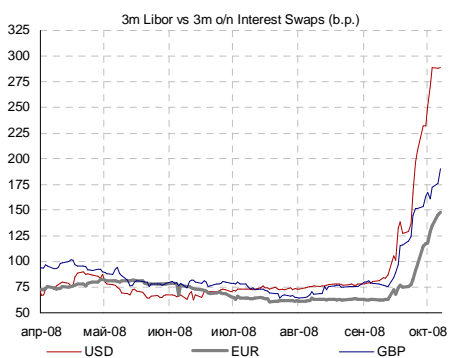
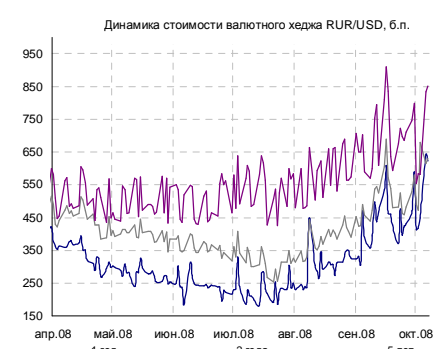
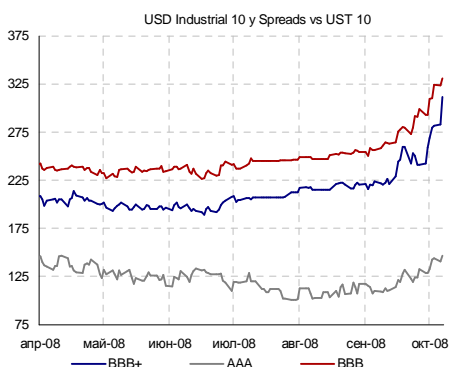
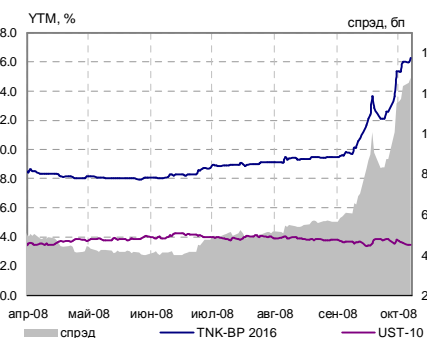
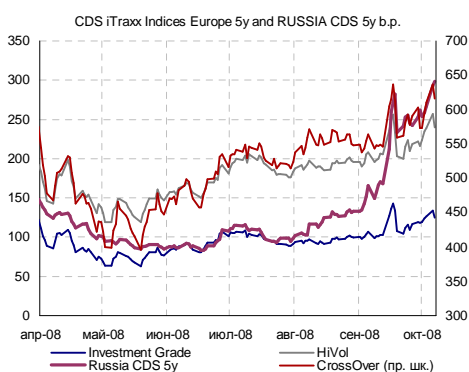
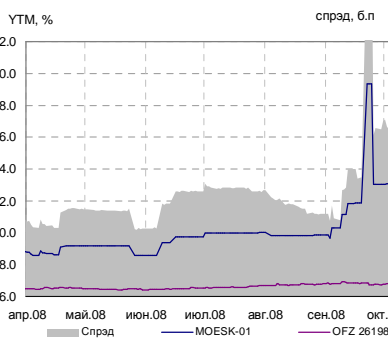
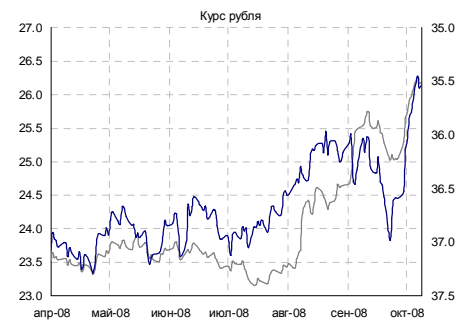
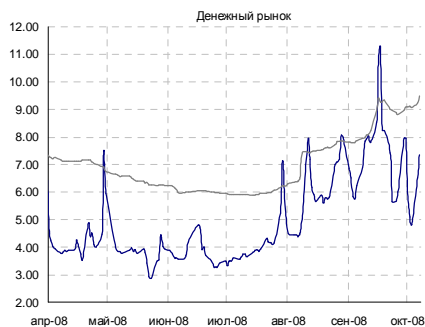
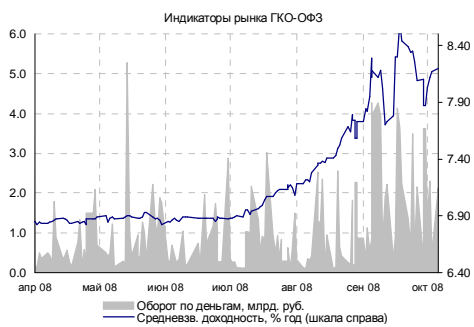
### Бенефициар УРСА-Банк спасает небольшой сибирский банк?

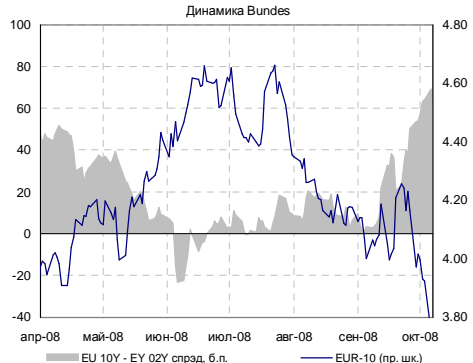
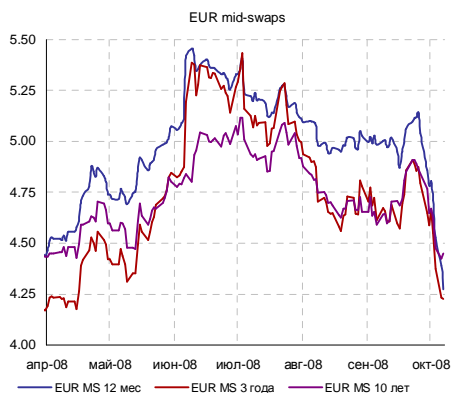
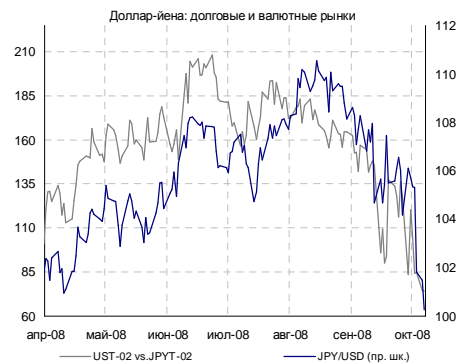
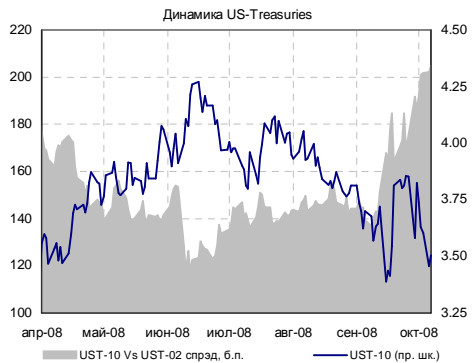
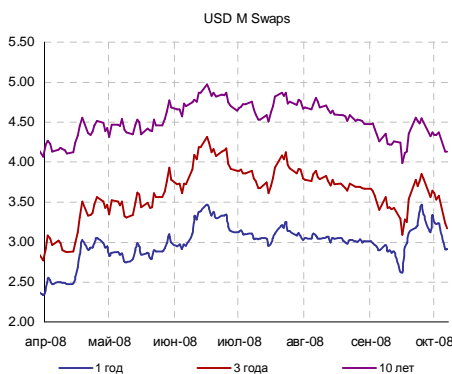
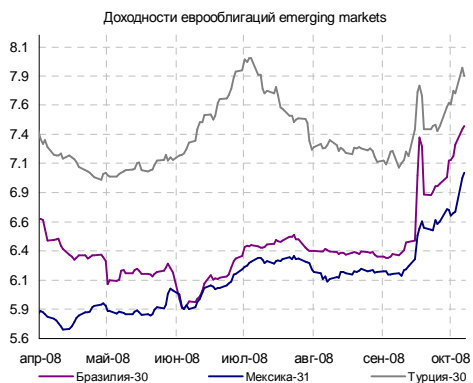
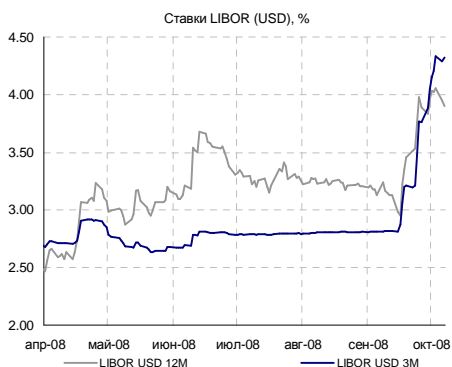
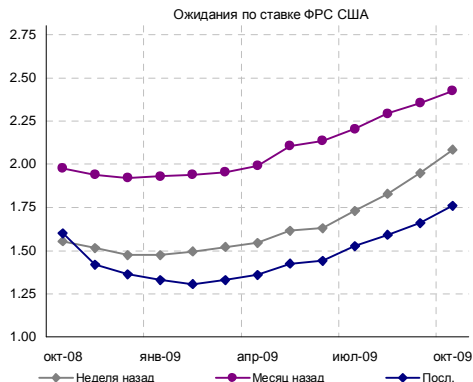
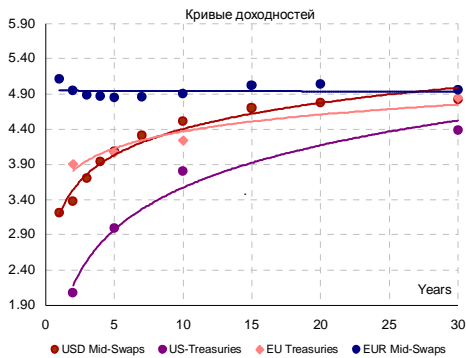
Как стало сегодня известно из Ведомостей, конечным бенефициаром Тюменьэнергобанка стал Игорь Ким – основной владелец УРСА-Банка и Банка «Восточный Экспресс». Напомним, что Тюменьэнергобанк стал третьим банком после КИТ Финанса и Связь-Банка, рейтинг которого был значительно понижен агентством Moody's до Caa2 – фактически рейтинга преддефолтной категории.

В конце сентября банк не смог выполнить обязательства по операциям РЕПО и, по нашим сведениям, вел переговоры о пересмотре как сроков, так и условий своих обязательств. Насколько мы можем судить из имеющейся публичной на сегодняшний момент информации, Тюменьэнергобанку (122-ое место по активам по конец июня 2008 г., по данным Интерфакс) удалось привлечь стратегического инвестора, значительно более сильного, чем прежние акционеры банка.

Если факт сделки по покупке Тюменьэнергобанка подтвердится в дальнейшем, то данную новость можно считать очень хорошим знаком для российского банковского сектора: все три банка, столкнувшиеся с очень серьезной угрозой неисполнения своих обязательств (КИТ Финанс, Связь-Банк и Тюменьэнергобанк), получили значительный уровень помощи. Правда, меры были разные: национализация, выделение кредита от госбанка, а теперь – и покупка более сильным игроком.

*Леонид Игнатьев*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### СЕГОДНЯ

08.10.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
09.10.08	
23.10.08	Очередное заседание ЕЦБ.
28.10.08	Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
29.10.08	

## КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	ВолгоБур01	600	Погаш.	-	600
СЕГОДНЯ	Зенит 4обл	3 000	Оферта	100	3 000
СЕГОДНЯ	КВАРТ-ф 01	250	Оферта	100	250
09.10.08	БанкСОЮЗ02	2 000	Оферта	101	2 025
09.10.08	Лаверна 01	1 000	Оферта	100	1 000
09.10.08	НацКап-01	3 000	Оферта	100	3 000
10.10.08	Аркада-03	1 200	Оферта	100	1 200

\*дата исполнения может отличаться от даты оферты и зависит от условий эмиссионных документов

\*\* с учётом прошедших амортизаций

## Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
12.09.08	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	авг.08	-0.5%	1.2%	-0.9%
12.09.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI)	авг.08	0.2%	0.7%	0.2%
12.09.08	Розничные продажи (Retail sales), m-t-m	авг.08	0.2%	-0.1%	-0.3%
12.09.08	Retail sales, исключая автомобили, m-t-m	авг.08	-0.2%	0.4%	-0.9%
15.09.08	Индекс промышленного производства	авг.08	-0.3%	0.2%	-1.1%
16.09.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	авг.08	-0.1%	0.8%	-0.1%
16.09.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	авг.08	0.2%	0.3%	0.2%
17.09.08	Количество новостроек, тыс.	авг.08	950.0	965.0	895.0
17.09.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	авг.08	925.0	937.0	854.0
24.09.08	Продажи на вторичном рынке жилья	авг.08	4 920.0	5 000.0	
25.09.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	авг.08	510	515	
25.09.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	авг.08	-1.6%	1.3%	
СЕГОДНЯ					
01.10.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	сен.08			
03.10.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	сен.08			
03.10.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	сен.08			
03.10.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls)	сен.08			

## Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					



**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank\_of\_Moscow\_Research @mmbank.ru

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**Зам. директора департамента**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

**Управление рынка акций****Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**Металлургия**

Волов Юрий

Volov\_YM @mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY @mmbank.ru

**Веденеев Владимир**

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova\_SR @mmbank.ru

**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko\_RI @mmbank.ru

**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY @mmbank.ru

**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov\_YM @mmbank.ru

**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov\_DE @mmbank.ru

**Вахрамеев Сергей**

Vahrameev\_SS @mmbank.ru

**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov\_EY @mmbank.ru

**Ковалева Наталья**

Kovaleva\_NY @mmbank.ru

**Нефедов Юрий**

Nefedov\_YA @mmbank.ru

**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya\_AV@mmbank.ru

**Игнатьев Леонид**

Ignatiev\_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.