

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	46.77	-3.33	-6.65	Evraz' 13	43.10	8.56	35.22	-291
Нефть (Brent)	48.64	-3.63	-6.94	Банк Москвы' 13	-	0.00	22.49	1
Золото	820.50	-2.00	-0.24	UST 10	106.94	1.69	3.03	-3
EUR/USD	1.2966	-0.01	-0.75	РОССИЯ 30	83.29	2.16	10.77	-40
USD/RUB	27.3355	0.10	0.37	Russia'30 vs UST10	775			-19
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (0.5%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	193			-19
USD LIBOR 3m	2.20	0.03	1.27	Libor 3m vs UST 3m	209			-6
MOSPRIME 3m	22.17	0.34	1.56	EU 10 vs EU 2	108			-14
MOSPRIME o/n	11.33	-1.84	-13.97	EMBI Global	745.25	-2.26		-17
MIBOR, %	10.51	-1.92	-15.45	DJI	8 479.5	0.43		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	848.30	-37.40	3.33	Russia CDS 10Y \$	717.21	-9.25		-107
Сальдо ливн.	-254.6	0.00	0.00	Gazprom CDS 10Y \$	945.06	-14.94		-166

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Проблемы начинают решаться
 Размещение РЖД-11, оферта Бахетле
 Денежный рынок: краткосрочной ликвидности достаточно
 Краткосрочный взгляд: пока негативный
 Рекомендации: качественное, надежное и короткое

Стратегия

Проблемных эмитентов начинают банкротить

Глобальные рынки

План Полсона (TARP) плюс план Бернанке (TALF) = ???
 План Бернанке (TALF): уроки для российской ипотеки
 Экономика США: замедление по плану
 Котировки еврооблигаций EM растут. Спрэды CDS России резко сокращаются

Корпоративные новости

ЛСР: неплохие результаты по итогам 9 месяцев
 И. Шувалов: кредиты получают все ритейлеры из первой десятки
 Отчетность ВымпелКома по US GAAP за 9 месяцев 2008 г.: стратегия важнее
 УГМК получил кредиты от ВТБ на 4.8 млрд руб.
 ВЭБ одобрил кредит ПИК на \$300 млн
 Банк Возрождение опубликовал хорошую отчетность за 9 мес. 2008 по МСФО

Новости коротко

Ключевые новости

- Премьер-министр России Владимир Путин 25 ноября утвердил концепцию долгосрочного социально-экономического развития РФ до 2020 года и направления деятельности правительства РФ на период до 2012 года. / Интерфакс

Корпоративные новости

- ОАО «ВымпелКом» планирует привлечь займы для рефинансирования 1,8 млрд долл долга, подлежащего выплате в 2009 г. / Прайм-ТАСС
- ВЭБ одобрил заявку Группы ПИК на получение кредита в размере \$ 300 млн на рефинансирование краткосрочных долгов. / Рейтер
- Норникель привлек синдицированный кредит на 278.8 млн евро на 10 лет на финансирование программы по строительству ледоколов. / Рейтер

Проблемы эмитентов

- n **Арбитражный суд Ленобласти признал СЗЛК банкротом.** Арбитражный суд Санкт-Петербурга и Ленинградской области ввел процедуру конкурсного производства на ЗАО «Северо-Западная Лесопромышленная Компания», сообщили в СЗЛК. / Cbonds
- n «**Томск-Инвест**» достигло соглашения с кредиторами о реструктуризации обязательств по досрочному выкупу облигаций первой серии, сообщила генеральный директор АО Ирина Тернова. Обязательства будут погашаться ежемесячно равными долями до 23 июля. / Интерфакс
- n Арбитражный суд Санкт-Петербурга и Ленинградской области 24 ноября вынес определение о введении процедуры наблюдения в отношении **ОАО «Парнас-М»** 15 декабря состоится заседание, на котором будет назначен временный управляющий. / Cbonds
- n Авиакомпания «**КД авиа**» может остановить полеты, если до 28 ноября не найдет 3 млрд руб. на погашение облигационного займа. Владельцы облигаций не скрывают, что будут взыскивать свои деньги по суду, и грозят арестом имущества и счетов авиакомпании. / Коммерсантъ
- n Арбитражный суд Красноярского края вернется к рассмотрению дела о признании **КрасЭйр** банкротом 2 декабря. В пресс-службе КрасЭйр утверждают, что долг авиакомпании гораздо меньше объявленного и составляет около 60 млн руб. / REGIONS.RU / Новости Федерации

Кредитные рейтинги

- n Standard & Poor's понизило прогноз рейтинга Ингосстраха до «негативного» со «стабильного». В то же время S&P подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг «BBB-». Изменение прогноза отражает возросшие риски ухудшения качества инвестиционного портфеля, спровоцированного турбулентностью на рынках. / S&P
- n Standard & Poor's снизил долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг российского производителя алмазов Алроса до «BB-» с «BB», оставив его в списке пересмотр с «негативным» прогнозом, куда он был помещен 10 октября после покупки доли в банке КИТ Финанс. / S&P
- n Moody's повысило рейтинг **Экспобанка** до «Ba1» с «B3». Повышение рейтингов последовало за помещением их 3 марта в список с возможностью пересмотра после сообщения о том, что британский банк Barclays покупает 100% Экспобанка за \$745 миллионов. / Moody's
- n Moody's повысило рейтинги **Юниаструмбанка** до «Ba2» с «B2», прогноз - «стабильный». Повышение рейтингов банка последовало за их постановкой в список на пересмотр в июне этого года после сообщения о покупке Юниаструмбанка кипрским Bank of Cyprus. / Moody's

Оферты/ купоны/ погашения

- n ООО «Холдинговая компания **«Белый фрегат»** назначило ставку 9-12 купонов по облигациям первой серии в размере 20% годовых. / Cbonds
- n **НОМОС-БАНК** погасил синдицированный кредит объемом \$47 млн плюс 5 млн евро, привлеченный в ноябре 2007 года в формате клубного займа. Организаторами кредита выступали ICICI Bank UK Limited совместно с Oversea-Chinese Banking Corporation Limited (OCBC). / Cbonds

Глобальные рынки

- n Банки США получили в третьем квартале суммарную прибыль в размере \$1,73 млрд, что на 94% ниже показателя за аналогичный период прошлого года (\$28,7 млрд), сообщила Федеральная корпорация по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC). / Интерфакс
- n В этом месяце **МВФ** выдал кредитов правительствам стран, испытывающих проблемы, на большую сумму, чем в совокупности за последние 5 лет. Из них \$16.4 млрд – Украине, \$15.7 млрд – Венгрии, \$2.1 млрд - Исландии, \$7.6 млрд – Пакистану. / Bloomberg
- n Рейтинговое агентство Fitch понизило кредитный рейтинг Toyota Motor с «AAA» до «AA», что стало первым понижением за последние 10 лет. / Bloomberg. См. график CDS Toyota Motor в разделе «Глобальные рынки».

Внутренний рынок

Проблемы начинают решаться

Вчера произошло довольно много интересных событий, которые, так или иначе повлияют на внутренний и внешний долговые рынки:

- 1) Премьер Владимир Путин утвердил концепцию долгосрочного социально-экономического развития РФ до 2020 года и направления деятельности правительства РФ на период до 2012 года.
- 2) Бернанке дополняет план Полсона (см. комментарий в разделе «Глобальные рынки»).

Размещение РЖД-11, оферта Бахетле

Для внутреннего рынка долга пока ничего не меняется. Сегодня незаметно пройдет размещение еще одного выпуска **РЖД 11-й** серии. Состав участников прежний, ставка – 13.5% (УТР на 1.5 года - 13.96%). Все оферты, исполнение которых было вчера запланировано, по нашим данным были исполнены. Стоит отметить исполнение оферты розничной сети **Бахетле-01**. По нашим данным инвесторы принесли к выкупу бумаг на сумму 798 млн. руб., но в рамках оферты часть бумаг (на сумму 366.8 млн. руб.) была продана обратно, так что компании пришлось около 43% выпуска объемом 1.0 млрд. руб. Такая схема была типична в конце прошлого – начале этого года, до нового обострения кризиса. Очевидно, компании удалось уговорить часть инвесторов оставить часть выпуска на руках до следующей оферты.

В выпуске **АвтоВАЗ-04** прошел довольно высокий оборот. Мы полагаем, что это технические сделки, связанные с перетряской крупного портфеля этих бумаг. Впрочем, не исключено, что одной из сторон этих сделок был ВЭБ. В ходе сессии по продаже облигаций на внебиржевом аукционе можно отметить сделку по выпуску Газпром А8 по цене 81.5% (УТМ – 15.6%), объем сделки – 24.4 млн. руб.

В первом эшелоне интерес инвесторов по-прежнему присутствует в бумагах ВТБ-05 (0.00%; УТМ – 17.05%) и ВТБ-06 (-0.00%; УТМ – 16.99%).

В третьем эшелоне заметный оборот прошел с выпуском **Моссельпром-01** (+13.0%). Цена закрытия – 77.99% от номинала при погашении через две недели (12 декабря). Представители компании предупредили инвесторов о возможных проблемах с погашением облигаций.

Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
АВТОВАЗоб4	7059.84	20	5000	20.05.2014	26.05.2009	93.01	0.01	24.84
БанкМоск-1	200.14	2	10000	29.07.2011	31.07.2009	100.07	0.02	9.31
Бахетле-1	1165.09	74	1000	19.05.2010	20.05.2009	-	0.00	16.62
ВолгогрОб7	164.81	10	1000	12.06.2012		100.52	-4.36	9.58
ВТБ - 5 об	644.15	15	15000	17.10.2013	23.04.2009	97.10	0.00	17.05
ВТБ - 6 об	256.19	25	15000	06.07.2016	15.07.2009	95.60	-0.01	16.99
ВТБ-ЛизФ02	475.05	25	10000	07.07.2015	14.07.2009	95.00	-0.84	18.56
КАРАТ 02	478.83	6	500	22.12.2009	23.06.2009	89.98	-0.01	38.76
МвидеоФ-01	117.50	11	2000	18.11.2009		-	0.00	12.77
МираторгФ1	485.78	5	2500	02.08.2012	06.08.2009	100.00	12.36	14.93
Мос.обл.8в	102.06	6	19000	11.06.2013		74.00	-1.33	22.30
МСельПром1	757.92	50	1000	12.12.2008		77.99	13.01	16863.32
НОМОС 7в	215.07	9	3000	16.06.2009		92.50	-0.26	25.91
НОМОС 8в	442.70	16	3000	16.02.2011	18.02.2009	97.26	-1.76	22.93
НЭФИС-02	282.48	3	1000	16.12.2009	17.06.2009	100.00	11.61	12.85
РазгуляйФ3	154.30	5	3000	16.03.2012	03.04.2009	78.80	-0.61	115.82
РосселхБ 2	666.96	45	7000	16.02.2011		86.25	-0.86	16.14
РусМоре-01	408.88	5	2000	14.06.2012	18.06.2009	100.00	12.87	13.30
СибТлк-7об	235.21	7	2000	20.05.2009		96.75	-0.21	16.54
СпортМ-Ф-1	448.75	6	3000	21.05.2010	22.05.2009	-	0.00	17.95

Источники: ММББ, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

Денежный рынок: краткосрочной ликвидности достаточно

На фоне сильной волатильности глобальных валютных рынков сегодня резких движений с курсом бивалютной корзины нет. В настоящее время курс рубля к бивалютной корзине составляет около 30.99 (против вчерашних - 30.92). Курс RUB/USD составляет 27.37 (против 27.31 вчера); EUR/RUB - 35.52 (против 35.26 во вторник).

Проведение нескольких беззалоговых аукционов помогло исправить ситуацию на денежном рынке. Вчера Банк России провел очередной беззалоговый аукцион по предоставлению средств на 5 недель для банков. Дата возврата кредитов – 29 декабря 2008г. Объем размещения составил 34.7 млрд руб. (из 200 млрд. максимально возможных). Средневзвешенная ставка составила 10.91% годовых.

Сегодня с утра острого дефицита краткосрочной ликвидности не наблюдается. Остатки на депозитах и корсчетах в ЦБ выросли на 6.3 млрд. руб. до 854.6 млрд. руб. Сальдо по операциям с банками после вышло в положительную зону и составило сегодня +72.1 по сравнению с вчерашним отрицательным значением в 175.7 млрд. руб.

Объем средств, предоставляемых в рамках утреннего аукциона РЕПО (максимум -250 млрд. руб.) составил 204.2 млрд. руб. (против 246 млрд. руб. вчера утром), ставка - 8.14% годовых.

Ставки overnight составляют 7.0 - 9.0% годовых, ставки на три месяца - находятся на том же уровне 19-24% (против 23 - 27.0% вчера днем). На внешнем рынке рублей по-прежнему не хватает. Вмененные ставки по контрактам NDF RUB/USD ставки на один и 3 месяца составляют порядка 50 - 60% годовых, на один год - порядка 35% годовых.

Краткосрочный взгляд: пока негативный

Мы не видим причин для резкого оживления рынка рублевых облигаций в настоящее время. Спасение Citigroup не решает проблем рынка рублевых облигаций. Риски резкого повышения ставок со стороны ЦБ на наш взгляд сохраняются. Ожидания по девальвации рубля остаются высокими, о чем свидетельствуют ставки по NDF (стоимость рублей на внешнем рынке). ЦБ придется принять решение уже в ближайшее время. Мы полагаем, что это коснется ставок в первую очередь. До тех пор пока сохраняется высокий риск роста рублевых ставок, рублевые облигации вряд ли станут объектом массовых покупок.

Рекомендации: качественное, надежное и короткое

Пока активность на рынке оставляет желать лучшего мы все равно бы рекомендовали бумаги эмитентов из нефинансового сектора с рейтингом уровня ВВ. Идея заключается в том, что, даже покупая на вторичном рынке госбумаги, с чем мы не можем полностью согласиться в текущих условиях, ВЭБ, тем самым, высвобождает лимиты банков на другие бумаги госкоманий или репуемые в ЦБ выпуски эмитентов с относительно высоким кредитным рейтингом. О том, что эти бумаги нравятся рынку можно судить и по динамике индексов ВМВ!

Егор Федоров

Стратегия

Проблемных эмитентов начинают банкротить

Из последних тенденций стоит отметить возросшую активность Арбитражных судов в отношении эмитентов, не исполнивших обязательства.

Так, вчера агентство Cbonds сообщило о начале процедуры банкротства в отношении «СЗЛК» (введена процедура конкурсного производства) и ОАО «Парнас-М» (принято решение о введении процедуры наблюдения). Процессов вокруг банкротства или реструктуризации долгов эмитентов долгового рынка становится все больше, а владельцам таких бумаг приходится с головой погружаться в юридические аспекты процедур, связанных с получением средств из проблемных компаний. Ниже мы приводим таблицу эмитентов, имеющих задолженность по публичным долгам. По нашим оценкам, объем неурегулированной задолженности по рублевым и валютным облигациям составляет порядка 16.4 млрд. руб.

С ростом числа технических и реальных дефолтов путей решения проблем, как инвесторов, так и эмитентов становится все больше. В дальнейшем мы планируем внимательно следить за судьбой проблемных долгов.



Егор Федоров, Анастасия Михарская, Леонид Игнатъев

Разбирательства в отношении проблемных долгов

Эмитент	Объем неисполненных обязательств	Отрасль	Статус
ООО "КД Авиа-Финансы"	986.8	Авиатранспорт	Технический дефолт
ООО "ЭйрЮнион Эр Эр Джи"	1566.9	Авиатранспорт	Эмитент предлагает обращаться в суд
ООО "ЭйрЮнион"	41.1	Авиатранспорт	Направлено заявление о банкротстве
ООО "Агрохолдинг-Финанс"	39.9	Агропром	Дефолт
АПК "Аркада"	1160.0	Агропром	Предложена реструктуризация до 2010г.
ООО "Держава-Финанс"	200.0	Агропром	Дефолт, направлены судебные иски кредиторов о банкротстве
ОАО "Парнас-М"	26.9	Агропром	Введена процедура наблюдения, эмитент признан банкротом
ОАО "Сахарная компания"	69.8	Агропром	Дефолт
ООО "Торговый дом "Русские масла"	988.0	Агропром	Дефолт
АКБ "Электроника"	4.9	Банковский сектор	Дефолт, идет санация банка, принято решение ЦБ о приостановке операций
ЗАО "Миннеско Новосибирск"	468.9	Леспром	Дефолт. Введена процедура наблюдения
ООО "СЗЛК-Финанс"	1037.1	Леспром	Введена процедура наблюдения, эмитент признан банкротом
ОАО "Новосибирский оловянный комбинат"	346.9	Металлургия	Введена процедура наблюдения, эмитент признан банкротом
ООО "АЛПИ-Инвест"	944.9	Ритейл	Дефолт, направлены судебные иски кредиторов, рассмотрение в конце ноября
ООО "Банана-Мама"	209.7	Ритейл	Дефолт, поручитель признан банкротом
SPV Холдинг Марта (CLN)	2700.0	Ритейл	Дефолт
ЗАО "Марта Финанс"	1357.4	Ритейл	Эмитент подал иск о признании себя банкротом
ООО "СК "Спецстрой-2"	33.6	Строительство и девелопмент	Технический дефолт
SPV ОАО "РТМ" (CLN)	1485.0	Строительство и девелопмент	Эмитент договорился с держателями о реструктуризации
ОАО "Томск-Инвест"	394.4	Строительство и девелопмент	Реструктуризация обязательств с равномерной амортизацией номинала до 23 июля.
ОАО "ИНПРОМ"	1130.9	Трейддинг	Иск миноритарных акционеров, наложен мораторий на исполнение оферт
ООО "Торговый дом "Полесье"	4.9	Трейддинг	Дефолт
ООО "СОПУС Капитал"	1210.5	Трейддинг	Дефолт
Итого:	16408.6		

Источники: Cbonds, информация эмитентов, Интерфакс

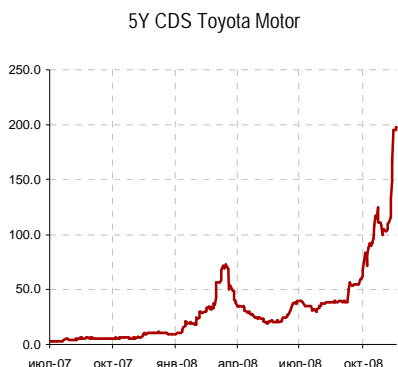
Глобальные рынки

План Полсона (TARP) плюс план Бернанке (TALF) = ???

Рынок us-treasuries снова испытал мощное ралли на фоне плохих экономических данных и объявления программы поддержки потребительского и ипотечного кредитования. В итоге кривая UST снизилась в среднем на 20 б.п. по итогам прошедших суток, а доходности UST вернулись к минимальным историческим уровням. Доходность 10-летних бумаг сегодня находится около отметки 3.0% годовых, 30-летних - 3.56%.

Объявление новых планов ФРС по стимулированию потребительского кредитования стало ключевой новостью вчерашнего дня. Программа, объявленная ведомством господина Бернанке, по силе влияния сопоставима с программой TARP (планом Полсона). С нашей точки зрения, она будет иметь как очевидные позитивные последствия для экономики США, так и негативные с точки зрения ее финансирования.

Фактически ФРС объявила вчера о двух программах. Первая касается стимулирования потребительского кредитования, вторая – стимулирования ипотеки.



Источники: Bloomberg

- 1) **Программа № 1.** Программа предоставления срочного финансирования под залог ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS): TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), заключается в том, что ФРС выделит \$ 200 млрд на выдачу финансирования под залог недавно выпущенных или планируемых секьюритизированных бумаг высшего AAA-качества, в основе которых лежат потребительские кредиты, кредиты на обучение, задолженность по кредитным картам или кредиты, предоставленные малому бизнесу. В будущем этот список может быть расширен до CMBS (коммерческой ипотеки) и др. классов активов. Средства будут предоставляться на аукционной основе через институт первичных дилеров. В качестве дополнительной кредитной защиты Минфин США в рамках программы TARP предоставит \$20 млрд. SPV, созданному специально для управления фондом выкупленных ABS.
- 2) **Программа № 2** заключается в выкупе обязательств государственных ипотечных агентств Freddie Mac, Fannie Mae и Federal Home Loan banks на \$ 100 млрд и выкупе ипотечных ценных бумаг (MBS) с гарантией Freddie Mac, Fannie Mae и Ginnie Mae на сумму до \$ 500 млрд.

Фактически программа TALF дополняет программу TARP (план Полсона) в ее первоначальном варианте, когда Минфин планировал выкупить проблемные активы. Главное различие состоит в том, что это будут недавно выпущенные или планируемые к выпуску ABS, а не проблемные ABS-активы, которые намеревался выкупить Полсон.

С экономической точки зрения новую программу ФРС нужно воспринимать позитивно: ФРС начинает стимулировать выпуск ипотечных и других ценных бумаг, обеспеченных активами, который фактически остановился с развитием финансового кризиса. Банки сокращают объемы потребительского кредитования, сталкиваясь с отсутствием источников для выдачи кредитов. При удачном стечении обстоятельств эта программа поможет рынку бумаг, обеспеченных активами (MBS и ABS), что в свою очередь позволит «разморозить» рынок потребительского кредитования.

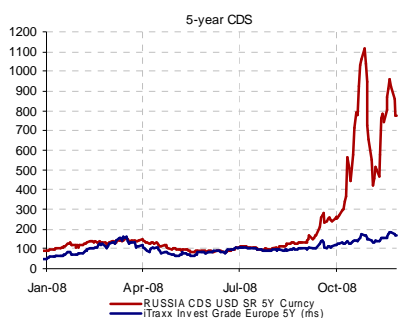
С финансовой точки зрения объем дополнительного финансирования, необходимый для поддержки экономики, постепенно приобретает гигантские масштабы. Так, весь запас US Treasuries у ФРС (\$ 500 млрд) не покрывает совокупного объема средств, выделенных в рамках этих программ (TARP & TALF). ФРС, правда, не говорит, что \$ 500 млрд на выкуп MBS будут предоставлены в ближайшее время, однако в конечном итоге необходимость финансирования объявленных программ может привести к росту предложения долга (US Treasuries) и печатанию денег (инфляции). В данной связи новый шквал критики в адрес Полсона и Бернанке будет неминуем, и им еще предстоит ответить на самый коварный вопрос: где взять деньги?

План Бернанке (TALF): уроки для российской ипотеки

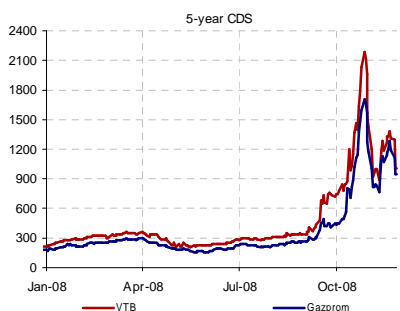
Нам кажется, что с экономической точки зрения новый план ФРС заслуживает одобрения. Стимулирование выдачи ипотечных и потребительских кредитов поможет вернуть доверие между населением и банками и стабилизировать рынок жилья. Похожую на программу TALF схему пытается в настоящее время внедрить АИЖК. Агентство готово предоставить свои гарантии на сумму до 500 млрд руб. по будущим ипотечным облигациям банков, которые с такой гарантией попадут в Ломбардный список ЦБ с возможностью прямого рефинансирования.

Схем много, но в конечном итоге все сводится к одному – получить финансирование у

5Y CDS Russia & iTRAXX Investment Grade



5Y CDS VTB & Gazprom



Источники: Bloomberg

государства в отсутствие частного капитала. Скорость, с которой должны приниматься решения, имеет принципиальное значение.

Экономика США: замедление по плану

Вышедшие вчера цифры по экономике США как-то померкли на фоне объявленной программы ФРС. Понятно, что снижение ВВП США в 3-м квартале на 0.5 % в годовом исчислении было воспринято весьма нейтрально, поскольку подозрительно совпало с консенсус-прогнозом. Индекс потребительской уверенности неожиданно вырос в ноябре до 44.9 пункта с 38.8 в октябре за счет снижения цен на энергоносители и бензин. Число респондентов, ответивших, что получить работу трудно, превышает на 28.4% количество респондентов, ответивших, что найти работу легко. Публикация индекса Case-Shiller отразила очередное снижение цен на недвижимость на 1.9 % в октябре, снижение цен год к году составило 17.5 % против 16.6 % в октябре.

Котировки еврооблигаций EM растут. Спрэды CDS России резко сокращаются

Котировки еврооблигаций emerging markets вчера продолжили рост. По итогам вторника индекс EMBI+ прибавил 1.7%, а спрэд индекса снизился на 19 б.п. до 700 б.п. Индекс EMBI+ Россия прибавил 1.22, а спрэд сократился на 13 б.п. до 734 б.п.

Спрэды CDS российских вчера резко сократились. 5-летний CDS ВТБ снизился на 286.4 б.п. до 1007 б.п., CDS Газпрома снизился на 165.9 б.п. до 945.1 б.п. Спрэд CDS России снизился на 80 б.п. до 777 б.п.

Спрэд еврооблигаций Россия-30 к UST-10 составляет сегодня с утра около 797 б.п. (против 780 б.п. вчера днем).

Егор Федоров

Корпоративные новости

ЛСР: неплохие результаты по итогам 9 месяцев

Вчера Группа ЛСР опубликовала основные финансовые показатели по итогам 9 месяцев 2008 г. В целом цифры произвели на нас благоприятное впечатление – кризис строительного рынка не успел сказаться на выручке и марже ЛСР.

Основные моменты отчетности:

- Выручка по итогам 9 месяцев 2008 г. выросла на 42 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 36 млрд руб.

- Без учета переоценки портфеля недвижимости операционная прибыль составила 7.6 млрд руб., или +81 % по сравнению с 9 месяцами 2007 г. Маржа EBITDA несколько снизилась, составив 25.1 % по сравнению с 25.8 % по итогам 6 месяцев этого года.

- Объем чистого долга за три месяца вырос на 13 % и составил 29 млрд руб., причем судя по объему ликвидной наличности (6.7 млрд руб. на конец октября), совокупный долг ЛСР увеличился за этот период примерно на 2.0-2.5 млрд руб.

- До конца 2008 г. ЛСР предстоит выплатить \$ 17 млн, в 1-м квартале 2009 г. – \$ 115 млн, во 2-м квартале – \$ 44 млн.

- ЛСР также приводит OCF до изменения в оборотном капитале, который составил 8.7 млрд руб. по итогам 9 месяцев 2008 г., однако нам бы хотелось взглянуть на чистый операционный денежный поток, который бы позволил оценить, что происходит с оборотным капиталом компании.

- Зафиксированный по итогам полугодия неденежный убыток в размере 3.8 млрд руб., вызванный переоценкой инвестсобственности, увеличился до 4 млрд руб. Напомним: ранее компания сообщала, что эта переоценка в основном связана со снижением оценки стоимости проекта офисного комплекса «Электрик-Сити».

Финансовые показатели Группы ЛСР, МСФО, млн руб.

	9М2007	9М2008	Изменение
Выручка	25 304.0	36 044.2	42.4%
Операционная прибыль	4 191.5	7 593.3	81.2%
EBITDA	5 252.3	9 059.1	72.5%
Переоценка инвестсобственности	5 536.9	-3 988.9	-172.0%
Чистая прибыль	6 442.4	1 057.3	-83.6%
Операционная рент-ть	16.6%	21.1%	4.5%
Рент-ть по EBITDA	20.8%	25.1%	4.4%
Чистая рент-ть	25.5%	2.9%	-22.5%

Источник: Группа ЛСР

Финансовые показатели Группы ЛСР, МСФО, млн руб.

	2007	6М2008	9М2008
Выручка	35 837.6	22 504.0	36 044.2
Операционная прибыль	6 343.1	4 913.1	7 593.3
EBITDA	7 903.0	5 808.7	9 059.1
Чистая прибыль	9 179.8	70.0	1 057.3
Активы	95 752.9	108 941.2	-
NAV	120 276.4	155 521.9	-
Долг	24 151.5	33 231.8	-
Долгосрочный	13 347.9	20 600.7	-
Краткосрочный	10 803.5	12 631.1	-
Чистый долг	15 443.0	25 657.9	29 134.3
СК	42 976.7	43 103.5	-
Операционная рент-ть	17.7%	21.8%	21.1%
Рент-ть EBITDA	22.1%	25.8%	25.1%
Чистый долг/Выручка*	43.1%	57.0%	60.6%
Чистый долг/EBITDA*	2.0	2.2	2.4
EBITDA/Проценты	4.2	6.4	4.3
Чистый Долг/Активы	16%	24%	-
Чистый Долг/СК	0.4	0.6	-
Долгоср. долг/ Долг	55%	62%	-

* в годовом выражении

Источники: Группа ЛСР, оценки Банка Москвы

Резюме

Очевидно, что влияние кризиса на бизнес ЛСР, как и других крупнейших строителей, можно будет увидеть в отчете компании по итогам 4-го квартала 2008 г. Кстати, на фоне других строителей ЛСР имеет явный бонус: почти половина выручки компании приходится на строительные материалы. Спрос на продукцию на этом рынке более инерционный и формируется не только частными строительными компаниями, которые сейчас сворачивают проекты на начальной стадии строительства, но и, например, компаниями, осуществляющими госзаказ. Расходы на строительство дорог, объектов инфраструктуры, социальных объектов уже прописаны в бюджетах всех уровней на текущий год и потому вряд ли будут сокращены. В этом же году сегмент стройматериалов ЛСР будет в основном подвержен снижению цен и рентабельности данного бизнеса. Впрочем, мы не готовы утверждать об отсутствии проблем в данном сегменте у компании, поскольку не располагаем данными о FCF, информацией о запасах и дебиторской задолженности.

Что касается рефинансирования, то мы бы хотели отметить тот факт, что около половины кредитного портфеля ЛСР приходится на Сбербанк и ВТБ, поэтому мы ожидаем, что часть кредитов будет пролонгирована.

Мы не отказываемся от своих слов и по-прежнему считаем ЛСР одним из наиболее стабильных эмитентов с точки зрения финансовой устойчивости. Очевидно, что кредитное качество компании будет слабеть, (что, впрочем, справедливо для компаний практически любой отрасли), однако пока мы не видим причин для серьезного беспокойства о дальнейшей судьбе ЛСР. Выпуск ЛСР-2 с офертой в феврале 2010 г. входит в ломбардный список и сейчас торгуется по цене 69 % от номинала, единственный недостаток – достаточно высокая по сегодняшним меркам дюрация. Мы находим этот актив стоящим включения в портфель.

Анастасия Михарская

И. Шувалов: кредиты получают все ритейлеры из первой десятки

Вчера первый вице-премьер Правительства РФ И. Шувалов провел совещание с представителями 10 крупнейших торговых сетей: X5 Retail Group, Магнит, Дикси, 7 Континент, Копейка, Виктория, Мосмарт, Лента, Холидей, О'Кей. Встреча была посвящена проверке степени выполнения решения Правительства о поддержке отрасли российскими госбанками ВТБ и Сбербанком. В ходе встречи Шувалов заверил компании, что все они получат необходимые государственные кредиты. Детали встречи приведены в Ведомостях и Коммерсанте.

Мы бы даже не стали комментировать сегодняшнюю новость, если бы с момента принятия решения о кредитовании указанных сетей не прошло почти 1.5 месяца (см. ежедневный обзор от 13 октября 2008 г.), а реальные кредиты получили только X5, Магнит, 7 Континент и Мосмарт. Многие владельцы сетей стали выражать сомнение относительно реалистичности кредитов Сбербанка и ВТБ (см., например, наш вчерашний комментарий по Виктории), а котировки выпусков сетей, пока не получивших поддержку, явно не отражали высокой степени уверенности инвесторов в низких рисках рефинансирования компаний.

Таким образом, мы считаем итоги встречи у первого вице-преьера еще одним аргументом в пользу того, что рефинансирование сетей будет обеспечено, а короткие облигации Копейка-2 (трехзначная доходность к оферте в феврале 2009 г.), Виктория-1 (трехзначная доходность к погашению в январе 2009 г.), 7 Континент (80% к оферте в июне 2009 г.), Копейка-3 (почти 40% к оферте в августе 2009 г.) очень привлекательны для покупок. Самый интересный выпуск – это, пожалуй, облигации Копейка-2.

Хотя облигации Магнит-1, Кора-1, Виктория-2 либо менее доходны, либо имеют дюрацию более 1 года, риски рефинансирования по ним мы считаем незначительными.

Леонид Игнатъев

Отчетность ВымпелКома по US GAAP за 9 месяцев 2008 г.: стратегия важнее

Вчера ВымпелКом отчитался по US GAAP за 9 месяцев 2008 г. Мы находим финансовые результаты одного из лидеров рынка сотовой связи России нейтральными, без каких-либо знаковых изменений положительного и негативного характера. Отчетность оператора демонстрирует высокий уровень кредитного качества компании, низкие риски рефинансирования.

При совокупной выручке за 9 месяцев 2008 г. в размере \$7.6 млрд компания демонстрирует стабильно высокий EBITDA margin на уровне 49.4%. Долговая нагрузка ВымпелКома в терминах Долг/EBITDA весьма консервативна – 1.7X. Короткий долг компании составляет всего \$1.7 млрд и, согласно отчетности, его погашение очень равномерно распределено в течение года. Для сравнения: величина OCF за 9 месяцев составила \$2.6 млрд, что с большим запасом компенсирует размер короткого долга.

Мы обратили внимание, что для нивелирования негативного эффекта от колебания курсов валют ВымпелКом захеджировал валютные риски, связанные с долговыми выплатами компании, на ближайшие 12 месяцев до сентября 2009 г. Это позволит оператору покупать доллары в коридоре 27-33 руб. за доллар.

Мы считаем, что в новых экономических условиях кредитный профиль сотовых операторов пострадает минимально, по сравнению с компаниями из прочих секторов. На наш взгляд, денежные потоки компании в 2009 г. не подвергнутся значительной отрицательной коррекции.

Для кредиторов ВымпелКома очень важно, что стратегия компании разрабатывается с учетом негативного сценария, согласно которому возможности рефинансирования не будет и обслужить долги придется за собственный счет. В отличие от МТС, ВымпелКом не намерен подавать заявку о рефинансировании в ВЭБ – вместо этого будет существенно урезана инвестиционная программа, снижены второстепенные затраты, пересмотрены контракты с поставщиками и оптимизированы затраты на персонал. Своим главным приоритетом руководство оператора в ближайшем будущем называет выплату долгов.

Кредиторы пересмотр инвестпрограммы ВымпелКома могут только приветствовать и в полном праве могут рассчитывать на снижение долговой нагрузки компании до уровней 1.2 -1.3X в терминах Долг/EBITDA.

На наш взгляд, еврооблигации ВымпелКом – одни из самых надежных публичных инструментов российских частных компаний в сегменте евробондов, что подтверждают котировки около номинала по короткому выпуску VimpelCom 2009. Рекомендовать длинный выпуск VimpelCom 2011 нам мешает только дюрация. Доходность в 23% по почти годовому инструменту VimpelCom 2010 небезынтересна. Рублевый ВК-Инвест-1 (средневзвешенная цена – около 85%) интересен гораздо меньше, хотя рисков рефинансирования по нему мы не видим.

Леонид Игнатьев

УГМК получил кредиты от ВТБ на 4.8 млрд руб.

По сообщению Reuters, 3 компании Группы УГМК получили кредитные линии на сроки 1-1.5 года общим объемом 4.8 млрд руб., в том числе 3 млрд руб. получено Уралэлектромедью – ключевым производственным предприятием холдинга.

Уралэлектромедь – эмитент рублевых облигаций на 3 млрд руб., oferta по которым приходится на март 2010 г. Следует признать, что облигации компании очень неликвидны. Мы считаем, что фактического влияния на облигации компании сегодняшняя новость не окажет, однако допускаем, что факт господдержки 2-го по размеру национального производителя меди убедит держателей выпуска в том, что кредитные риски по долговым инструментам эмитента неопасны.

Леонид Игнатьев

ВЭБ одобрил кредит ПИК на \$300 млн

Вчера, согласно Интерфакс, ВЭБ принял решение предоставить девелоперу ПИК кредитную линию на \$ 300 млн для рефинансирования внешних займов.

Несмотря на то что у ПИК отсутствуют в обращении долговые выпуски, мы продолжаем внимательно следить за новостным фоном вокруг компании. Статус застройщика массового типового жилья, большие масштабы строительства, федеральный охват деятельности заставляют нас экстраполировать то, что происходит с компанией, на многих других девелоперов массового жилья, чьи облигации торгуются на рынке.

Мы считаем решение ВЭБа крайне позитивным для кредитоспособности компании. По данным отчетности компании, в 4-м квартале 2008 г. ПИК необходимо рефинансировать/погасить около \$ 900 млн долга. Полученное от ВЭБа финансирование решает проблему лишь на треть. Однако мы считаем, что большую часть оставшегося долга компания сможет погасить за счет собственных cash collection. Объем аккумулируемых денежных средств за 1-е полугодие 2008 г. у ПИК составил \$ 1.3 млрд. Исторически во 2-м полугодии компания всегда получала на 50-80 % cash collections больше, но, учитывая текущие тенденции на рынке, мы думаем, что объем полученных средств будет значительно ниже, но, тем не менее, позволит ПИК покрыть большую часть долга, оставшегося к погашению (\$ 600 млн).

Мы очень надеемся также на то, что в конечном итоге ПИК подпишет соглашение с Правительством Москвы о продаже жилья по горзаказу. Данный шаг позволит компании полностью исключить риски рефинансирования в краткосрочной перспективе.

В более широком контексте новость о продолжении кредитования девелоперов жилья в рамках ВЭБ (первый случай – Дон-Строй, которому одобрили кредит на \$ 500 млн) позитивна для сегмента, а особенно для восприятия кредитного риска девелоперов инвесторами.

Леонид Игнатьев

Банк Возрождение опубликовал хорошую отчетность за 9 мес. 2008 по МСФО

Вчера мы ознакомились с отчетностью Банка Возрождение по МСФО за 9 месяцев 2008 г.

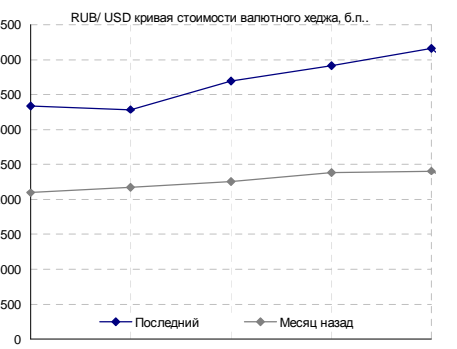
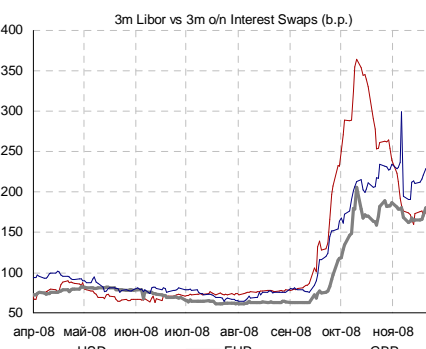
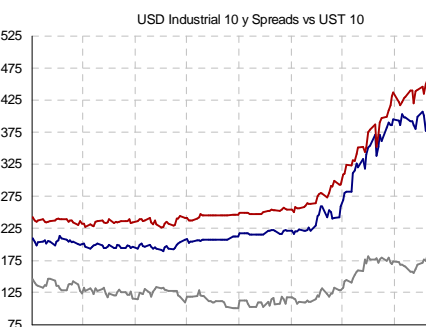
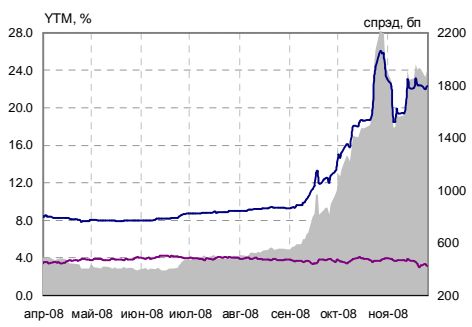
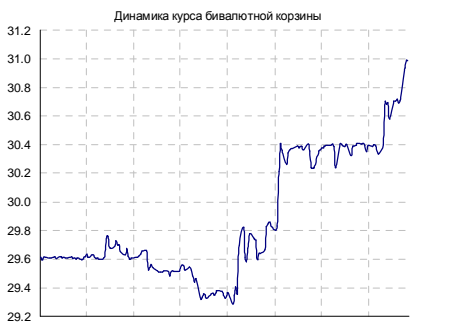
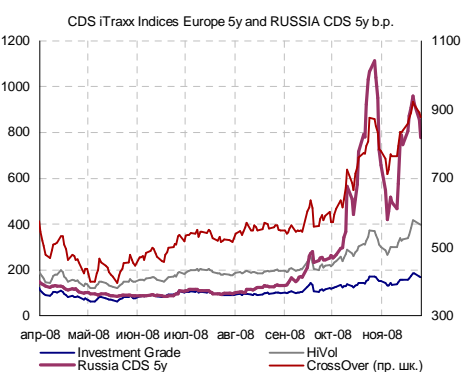
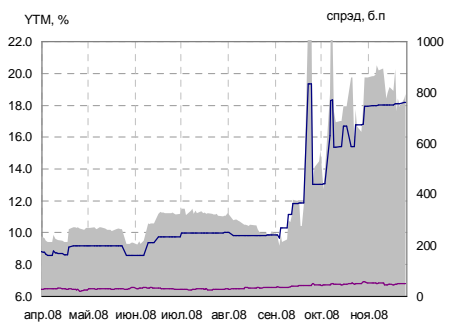
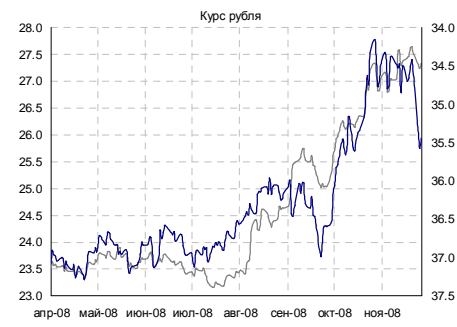
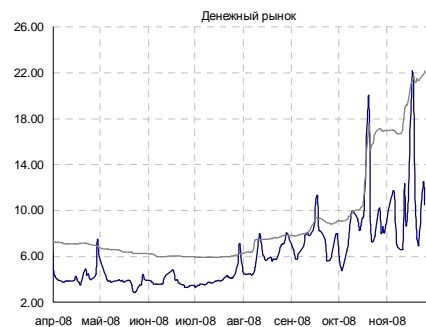
Отчетность банка за 9 месяцев 2008 г. отразила улучшение ключевых показателей. Активы Возрождения за 3-й квартал выросли на 3.6 % до 137.1 млрд руб., что в первую очередь было обеспечено увеличением депозитов клиентов. При этом кредитный портфель вырос более чем на 10 % и превысил 100 млрд руб. В структуре кредитного портфеля около 19 % приходится на кредиты физлицам, остальное – кредиты компаниям и организациям. Уровень просрочки по кредитному портфелю банка невелик – ниже 2.5%.

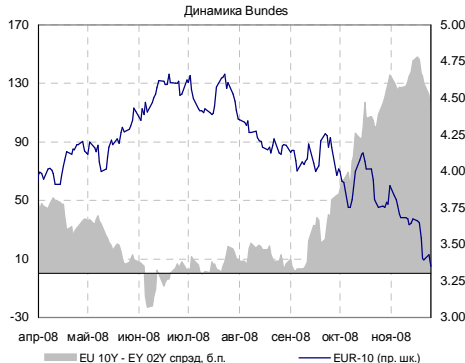
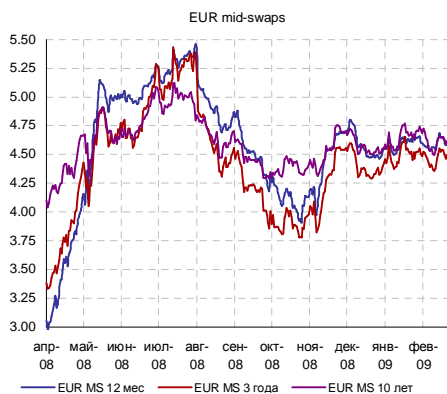
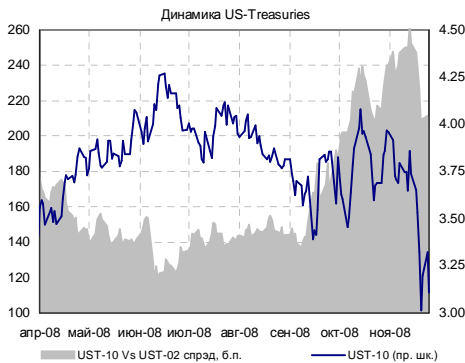
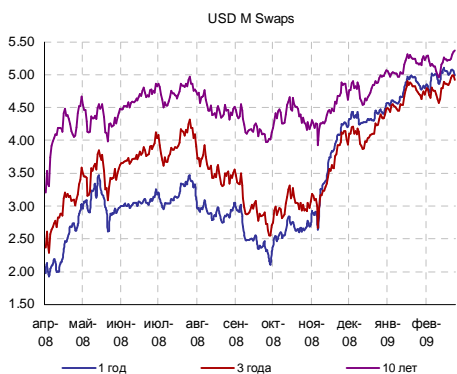
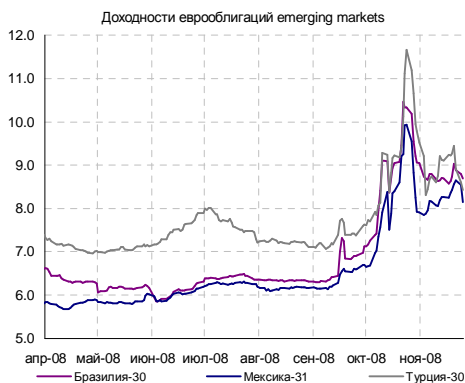
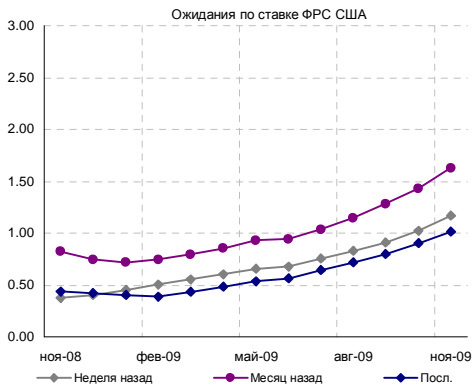
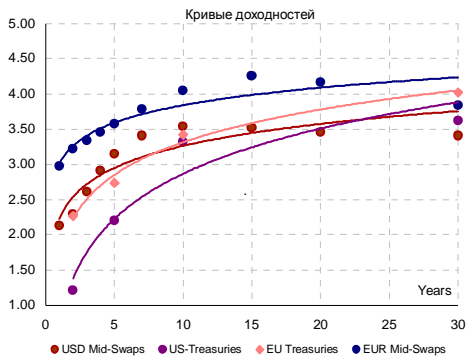
Что касается отчета о прибылях и убытках, Банк «Возрождение» показал впечатляющий рост чистых процентных доходов на треть до 2.26 млрд руб., однако из-за существенного увеличения резервов под потери по ссудам рост очищенного показателя составил лишь чуть более 1 % ко 2-му кварталу. Как итог, операционная прибыль банка в 3-м квартале практически не изменилась, в то время как увеличение чистой прибыли в основном связано с сокращением операционных расходов (Cost/Income Ratio в 3-м квартале составил менее 57 % против почти 61 % за 2-й квартал). Улучшение операционной эффективности – очень хорошая тенденция, говорящая о внутренних резервах повышения рентабельности в условиях ограниченных возможностей по росту портфеля в будущем.

По нашему мнению, что для кредитного качества Возрождения публикация среза финансового состояния, устаревшего почти на 1.5 месяца, значит в современных условиях крайне мало. Кредитное качество Возрождение в краткосрочной перспективе будет определяться прежде всего динамикой вкладов физических лиц (а их у банка – более 56 млрд рублей на конец сентября) и качества кредитного портфеля, 19% которого приходится на розничные кредиты. Мы отмечаем, что согласно отчетности по РСБУ только за октябрь 2008 г. объем частных вкладов в банке уменьшился почти на 1/3.

Мы не считаем рублевые облигации Возрождения (доходность ниже 40%, погашение – март 2010 г.) привлекательными. С такой доходностью можно найти эмитентов более высокого кредитного качества.

Леонид Игнатьев, Дмитрий Хамракулов





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

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	ЭнергоСт-1	1 500	Оферта	100	1 500
27.11.2008	ЖилсоцФ-3	1 500	Оферта	100	1 500
27.11.2008	СПК об.01	1 000	Оферта	100	1 000
28.11.2008	Держава-Ф	1 000	Оферта	102	1 018
28.11.2008	СевКаб 02	250	Погаш.	-	250
30.11.2008	ТверОбл 05	800	Погаш.	-	800
01.12.2008	АИЖК 1об	1 070	Погаш.	-	1 070

* 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
25.11.08	Предварительная оценка ВВП (preliminary)	4 кв. 2008	-0.5%	-0.3%	-0.5%
25.11.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	окт.08	38	38	45
СЕГОДНЯ	Товары длительного пользования (Durable goods)	окт.08	-2.6%	0.8%	
СЕГОДНЯ	Статистика продаж новых домов (New Home sales)	окт.08	450	464	
01.12.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	ноя.08		44.4	
03.12.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	ноя.08		38.9	

Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					
09.10.08	Разгуляй, БО-02	2 000	1 год	-	-
09.10.08	Разгуляй, БО-06	500	1 год	-	-

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

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Металлургия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев 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 исключительно 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 обязательства 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.