



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	YTM/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	75.56	0.86	1.15	Evraz' 13	100.57	-0.19	8.68	6
Нефть (Brent)	76.03	0.83	1.10	Банк Москвы' 13	99.77	-0.45	6.78	-1
Золото	1047.50	-6.00	-0.57	UST 10	104.28	0.35	3.30	0
EUR/USD	1.4887	0.00	-0.12	РОССИЯ 30	112.02	-0.53	5.55	9
USD/RUB	29.3742	-0.05	-0.18	Russia'30 vs UST'10	226			14
Fed Funds Fut. Prob. авр.10 (1%)	69%	0.67%		UST 10 vs UST 2	246			-5
USD LIBOR 3m	0.28	0.00	0.00	Libor 3m vs UST 3m	23			0
MOSPRIME 3m	8.74	0.03	0.34	EU 10 vs EU 2	187			-4
MOSPRIME o/n	5.88	-0.48	-7.55	EMBI Global	309.14	2.52		8
MIBOR, %	5.96	-0.47	-7.31	DJI	9 995.9	-0.67		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	818.70	28.90	5.17	Russia CDS 10Y \$	176.65	5.03		7
Сальдо ликв.	-4.4	-1.70	62.96	Gazprom CDS 10Y \$	226.68	1.67		4

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Обзор маркируемых выпусков: Мечел, ЮТК, Евраз, Трансаэро, ЕАБР, Росбанк

Мечел лучше Северстали?

Мечел поможет разместиться Евразу дешевле

ЮТК: новые ориентиры в духе времени

Вторичный рынок: на пути к звездам

Глобальные рынки

Коррекция продолжается

Корпоративные новости

Рольф: реструктуризация состоялась. Ждем «перезагруженный» Рольф!

ММК закрыл сделку по покупке Белона

SPO принесло Синергии \$ 80 млн и реструктуризацию облигационерам?

Нутритек даст облигационерам залог

ТМК отчиталась по МСФО за 1-ое полугодие ожидаемо плохо

Сегодня АвтоВАЗ объявит свою антикризисную программу

Первая отчетность объединенного МДМ банка: хороший запас прочности

Новости коротко

Ключевые новости

- Россия за 12 месяцев по март 2009 г. почти утроила **вложения в госбумаги США** до \$ 138.4 млрд, в резервах ЦБ с марта прошлого года по январь этого доля активов в ценных бумагах выросла на треть до 88 %. / Ведомости
- Минфин РФ подготовил проект постановления правительства, которое позволит ВЭБу инвестировать **пенсионные накопления «молчунов»** в большее число инструментов. В частности, до 40 % этих средств — более 180 млрд руб.— может быть вложено в корпоративные облигации. / Коммерсант

Экономика РФ

- Механизм **докапитализации через ОФЗ** может быть распространен не только на банки, но и на компании, сказал вице-премьер Алексей Кудрин. Поручение правительства проработать этот механизм Минфин получил 16 октября на совещании у премьер-министра Владимира Путина. / Интерфакс

Корпоративные новости

- n По данным The Wall Street Journal, американская General Motors хотела бы завершить продажу контрольного пакета акций Opel консорциуму Магна-Сбербанк-ГАЗ уже в середине недели, однако из-за позиции европейских антимонопольных органов может оказаться вынуждена пересмотреть процесс отбора покупателя. Оптимизм держателей публичного долга **ГАЗа** после новостей о выделении кредита дочерней для Группы «ГАЗ» компании на 5.9 млрд руб., а также завершению процесса реструктуризации долгов автопроизводителя загнал котировки облигаций в зону «92 % от номинала», однако в пятницу они скорректировались на 3 п.п. до 89.5 %. На наш взгляд, оптимизм инвесторов в отношении кредитного риска ГАЗ-Финанс на облигациях несколько завышен.
- n **Евраз** до конца года намерен договориться об изменении ковенантов по еврооблигациям, - вице-президент по финансам Евраза. / RBC Daily

Проблемные эмитенты

- n **Мосмарт** допустил дефолт по купону по облигациям 1-й серии. По словам представителя компании, ритейлер сосредоточен на расчетах с поставщиками и текущих платежах, а инвесторам будет предложено реструктурировать заем. / Ведомости
- n **Разгуляй** установило ставку 3-го купона по облигациям 5-й серии в размере 17 % и принял решение об оферте по цене 100 % от номинала в течение последних 5 дней третьего купонного периода. Количество выкупаемых бумаг - до 2 млн штук. Период предъявления ценных бумаг с 24 по 28 апреля 2010 года. Дата оферты - 30 апреля 2010 года. / Cbonds
- n **Аптечная сеть** 36,6 достигла соглашения с 94 % владельцев дебитных облигаций на общую сумму 1.8 млрд руб. Реструктуризация была осуществлена путем обмена облигаций серии 01 на новый выпуск облигаций серии 02. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- n **Минфин** 21 октября 2009 г. проведет аукцион по размещению **ОФЗ** дополнительного выпуска 26202 на сумму 10 млрд руб. / Cbonds
- n **ПромТехЛизинг** установил ставку 7-12-го купонов по дебитным облигациям в размере 16 %. / Cbonds

Кредитные рейтинги

- n Fitch понизило рейтинги девелопера «**Система-галс**» с уровня В до В- с одновременным изменением статуса Rating Watch на «негативный». Понижение рейтингов стало следствием ослабления показателей продаж компании в сочетании с неопределенностью относительно уровня поддержки, которая может быть предоставлена от основных акционеров девелопера. / Fitch
- n Fitch подтвердило рейтинг **ЛУКОЙЛа** на уровне BBB- со «стабильным» прогнозом. / Fitch

Внутренний рынок

Обзор маркируемых выпусков: Мечел, ЮТК, Евраз, Трансаэро, ЕАБР, Росбанк

В настоящее время проводится маркетинг по облигационным выпускам шести эмитентов на общую сумму 46 млрд руб. Самыми примечательными среди них являются облигации Мечела, ЮТК и Евраза на общую сумму 28 млрд руб., которые будут размещены на ММВБ уже на этой неделе. Из свежих выпусков мы отметим банковские выпуски ЕАБР и Росбанка, по которым в пятницу были открыты книги заявок на покупку.

Облигации в процессе размещения на 19 октября 2009 г.

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Период до оферты/погашения	Доходность к оферте	Дюрация
МЕЧЕЛ-05	20 октября	5.0	3 года	13.10%	2.3
ЮТК-БО-01	21 октября	2.0	2 года	11.6-12.1%	1.6
ЮТК-БО-04	22 октября	1.0	3 года	11.84-12.34%	2.2
Сибметинвест 01 (Evraz)	22 октября	10.0	5 лет	13.42-14.49%	3.3
Сибметинвест 02 (Evraz)	22 октября	10.0	5 лет	13.42-14.49%	3.3
Трансаэро-1	27 октября	3.0	1 год	16.64-18.81%	0.8
Евразийский банк развития	03 ноября	5.0	2 года	10.78-11.3%	1.7
Росбанк АЗ, АБ	3 ноября	10.0	1.5 года	12.00-12.5%	1.3
Итого		46.0			

Источники: ММВБ, оценки аналитического департамента Банка Москвы

Мечел лучше Северстали?

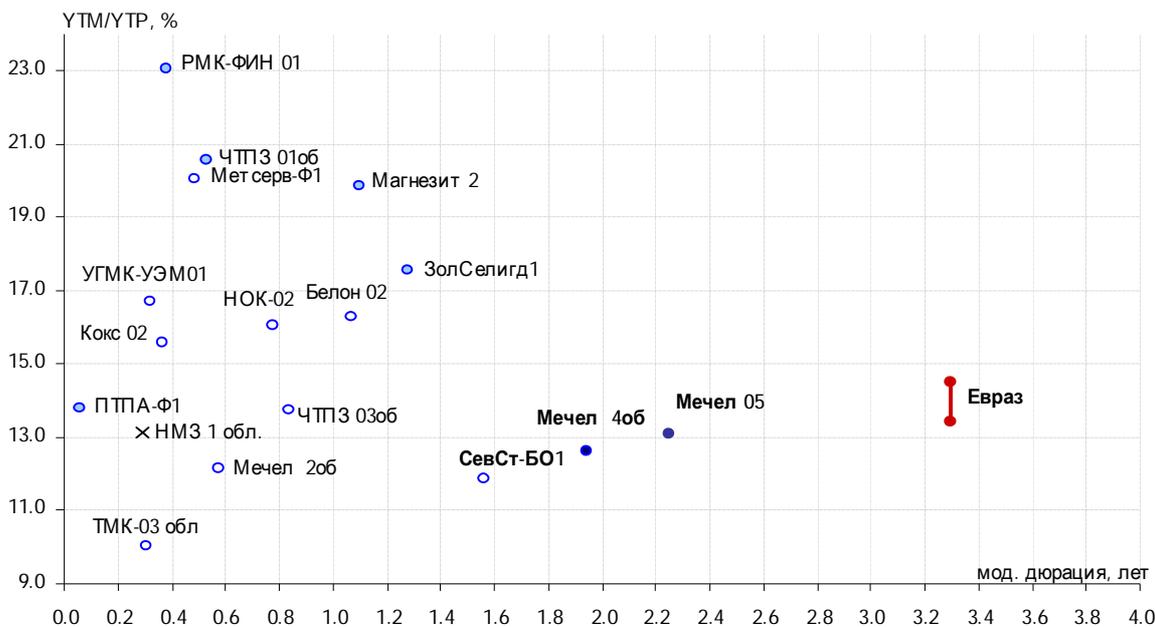
Мечел в прошедшую пятницу завершил сбор заявок в рамках процедуры book-building и установил ставки купонов до оферты в размере 12.5 %, что соответствует доходности 13.1 %. Установленный купон на 3 п.п.(!) ниже первоначального ориентира организаторов выпуска. Это уникальный результат даже для последних размещаемых выпусков. Так, гораздо лучшая по кредитному качеству Северсталь разместила свой 1-й биржевой выпуск ровно месяц назад с доходностью 14.49 % к двухлетней оферте. В пятницу облигации Северсталь БО01 можно было купить с доходностью 11.8-11.9 %. Таким образом, премия к обращающемуся выпуску Северстали у нового выпуска Мечела составила всего 100 б.п. К собственному обращающемуся выпуску Мечел-04, новый инструмент и вовсе премии не предоставляет. В конце недели Мечел-04 торговался на бирже с доходностью 12.6-12.9 %.

Помимо удачно сложившейся конъюнктуры рынка причиной столь впечатляющего снижения ориентиров мы также склонны считать также достаточно агрессивный маркетинг выпуска. Так, еще утром в день объявления ставки купона, организаторы называли в качестве ориентира диапазон от 12.5 до 13.5 %. Мы полагаем, что получив столь низкое значение ставки купона по выпуску, эмитент во многом уже закладывает в размещаемые бумаги будущие снижения основных процентных ставок ЦБ, а также – скорое включение облигаций в список прямого репо ЦБ РФ, которое, по нашим ощущениям, стало основным элементом маркетинга. В этой связи, как нам кажется, новый выпуск имеет незначительный потенциал роста при выходе на вторичные торги.

Мечел поможет разместиться Евразу дешевле

Завтра закрывается книга заявок на покупку облигаций Сибметинвеста (Евраз) объемом 20 млрд руб. Ориентир по купону составляет 13-14 %, что по нашим представлениям инвесторам обеспечит доходность от 13.42 до 14.49 % при дюрации около 3.3 года к пятилетней оферте.

Наиболее сопоставимым по качеству среди обращающихся выпусков металлургического сектора в настоящий момент является Северсталь БО1. Премия к этому выпуску по отношению к размещаемым составит, исходя из ориентиров организаторов, от 150 до 250 б.п. Потенциально предложение выглядит щедрым, однако оно, скорее всего, не реализуется, так как Мечел задал новые ориентиры доходностей новых выпусков. Мы ожидаем, что размещение Евраза пройдет на уровне нижней границы ориентиров, причем не исключаем и пересмотр ориентиров в сторону понижения.

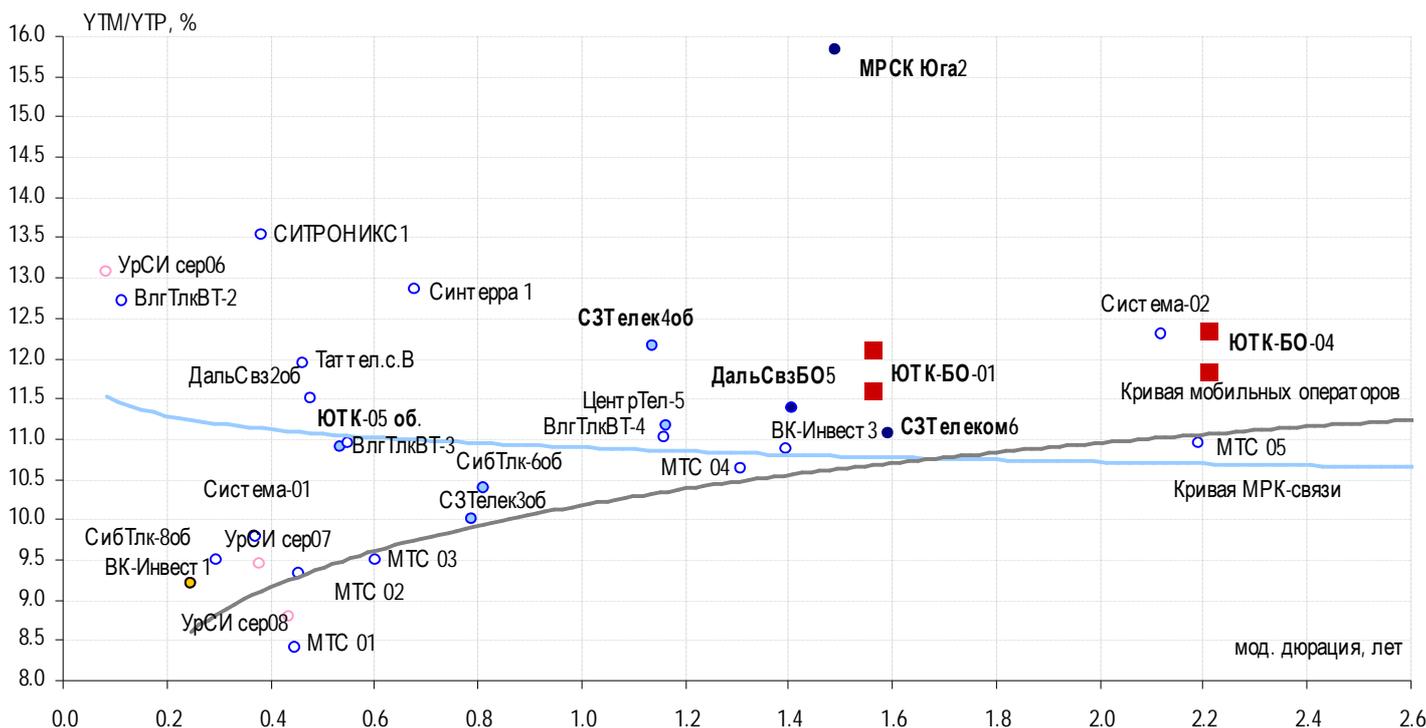


ЮТК: новые ориентиры в духе времени

Завтра и послезавтра ЮТК начнет размещение двух выпусков биржевых облигаций на общую сумму 3 млрд руб. Последние ориентиры по доходности составляют: по облигациям с 2-летней офертой объемом 2 млрд руб. от 11.6 до 12.1 %, по трехлетним бондам без оферты – от 11.84 до 12.34 %. По причине высокого спроса организаторы займа снизили ориентиры с первоначальных на 200 б.п.

Наиболее близкий по кредитному качеству выпуск сектора телекоммуникаций Дальсвязь БО5 торговался в конце прошлой недели с доходностью 11.39 %. За свежий выпуск СЗТ с дюрацией как у ЮТК-БО-01, на прошлой неделе можно было получить 11.07 % годовых. Таким образом, новые выпуски представляют премию к обращающемуся выпуску Дальсвязь-БО5 в размере 20-70 б.п. и премию от 50 до 100 б.п. к СЗТ-6, более высокого кредитного качества.

Мы полагаем, что в новые выпуски закладываются ожидания снижения ставок ЦБ в ближайшие недели. Снижение доходностей при размещении новых выпусков может стать дополнительным драйвером для переоценки уже обращающихся выпусков облигаций корпоративных эмитентов.



Вторичный рынок: на пути к звездам

На вторичном рынке рублевого долга погода в пятницу не изменилась, и рынок продолжил уверенное восхождение к новым вершинам. Воспользовавшись благоприятной конъюнктурой Минфин доразместил ОФЗ 25062 на 2.2 млрд руб. и ОФЗ 25070 на 170 млн руб. Рынок легко «переварил» эти объемы, котировки госбумаг даже незначительно прибавили, доходности остались около 8.5 %. В корпоративном секторе наблюдался плавный рост, наиболее ликвидные выпуски прибавили до трети фигуры.

Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм. %	Yield, %
ОФЗ 25062	2205.79	43	28976.7	04.05.2011		96.49	96.56	0.07	8.44
ОФЗ 25064	203.9	8	45000.0	18.01.2012		107.30	107.00	-0.28	8.73
ОФЗ 25067	202.7	10	45000.0	17.10.2012		107.50	107.50	0.00	8.72
ОФЗ 25069	439.4	11	25000.0	19.09.2012		105.85	106.25	0.38	8.52
ОФЗ 25070	502.1	14	24785.0	28.09.2011		102.96	103.00	0.04	8.47
ОФЗ 26202	402.0	15	30000.0	17.12.2014		110.40	110.90	0.45	8.85
ОФЗ 46011	223.68	1	30000.0	20.08.2025		78.40	78.40	0.00	9.65
Синергия-3	245.67	8	2500	18.08.2014	21.02.2011	-	-	0.00	-
Белон 02	209.01	24	2000	23.02.2012	24.02.2011	100.50	101.50	1.00	16.30
МРСК Юга 2	271.85	65	6000	26.08.2014	30.08.2011	103.35	103.50	0.15	15.83
Мечел 4об	396.00	16	5000	21.07.2016	26.07.2012	115.00	116.20	1.20	12.60
МГор62-об	946.71	18	35000	08.06.2014		117.00	117.00	0.00	9.79
ВК-Инвест3	252.40	6	10000	08.07.2014	12.07.2011	106.81	107.10	0.29	10.87
МГор54-об	222.07	11	15000	05.09.2012		96.00	96.80	0.80	9.33
РЖД-10обл	1230.21	29	15000	06.03.2014		118.20	118.30	0.10	10.00
ГАЗПРОМ А4	55.77	57	5000	10.02.2010		100.22	100.30	0.08	7.33
КБРенКап-3	340.39	13	4000	06.06.2012	13.06.2010	101.80	101.60	-0.20	23.23
Лукойл2обл	434.29	17	6000	17.11.2009		100.02	100.04	0.02	6.80
МГор44-об	341.28	25	20000	24.06.2015		90.25	91.50	1.25	9.73
Синергия-2	246.00	6	2000	22.07.2010		95.00	-	0.00	-
МГор59-об	595.62	21	15000	15.03.2010		100.80	100.95	0.15	7.84
ПЕНОПЛЭКС2	41.38	108	2500	19.07.2012	21.01.2010	62.00	64.50	2.50	>200
РосселхБ 2	215.60	7	7000	16.02.2011		97.65	98.40	0.75	9.45
Аркада-03	0.01	38	1200	31.03.2011		2.00	2.31	0.31	-
ГАЗФин 01	80.04	62	5000	08.02.2011		93.49	93.00	-0.49	25.92
ЕврокомФК5	0.00	31	5000	15.03.2011		0.45	0.45	0.00	>200

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

* - облигации с оборотом свыше 200 млн руб или числом сделок больше 30

Облигации Москвы продолжали пользоваться повышенным спросом на протяжении всей недели. В пятницу «выстрелил» обычно не слишком ликвидный выпуск Москва-44 с погашением через 6 лет. За торговую сессию котировки этой бумаги подскочили на 125 б.п. Теперь, видимо, очередь за облигациями Москва-62, которые теперь торгуются с большей доходностью, чем Москва-44, хотя и имеют меньшую дюрацию.

Екатерина Горбунова

Глобальные рынки

Коррекция продолжается

Если говорить об итогах прошлой недели в сегменте российских корпоративных еврооблигаций, то уместно говорить о коррекции большинства наиболее торгуемых бумаг. В среднем долговые инструменты российских компаний упали еще на 0.15-0.2 п.п. Среди оазисов роста нами были замечены только отдельные выпуски Газпрома и бонды Транснефти. Последние росли на хорошей отчетности компании, которая вышла в четверг.

На фоне движения в корпоративном сегменте российские суверенные еврооблигации выглядели слабее. Так, Russia' 30 упала еще на 0.5 п.п. до 112 % от номинала, расширив спрэд к UST 10 до 220 б.п. 5-летний CDS на российский риск подрос на 7 б.п. до 177 б.п.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за день		Изм-е за неделю	
							Цена, %	YTM, б.п.	Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 11CHF	CHF	500	23.04.11	106.9	4.16	1.4	0.09	-7	0.97	-73
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	112.3	5.55	2.9	-0.02	1	0.20	-9
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	98.0	6.57	5.5	0.00	0	0.40	-7
GAZP' 13£	GBP	800	31.10.13	100.1	6.54	3.2	0.00	0	-0.01	0
GAZP' 18€	EUR	1200	13.02.18	101.9	6.29	6.0	0.00	0	0.80	-13
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	114.5	7.13	6.3	-0.05	1	-0.27	4
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	104.7	0.00	7.2	0.03	-1	0.46	-6
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	94.1	7.24	8.2	-0.10	1	-0.10	1
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	112.7	7.49	10.5	-0.05	0	0.12	-1
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	97.5	7.50	11.5	-0.17	1	-0.42	4
TMK' 11	USD	600	29.07.11	103.5	7.82	1.6	-0.28	17	-0.08	3
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	100.6	8.68	2.8	-0.19	6	-1.06	36
NovorosPort' 1£	USD	300	17.05.12	100.2	6.90	2.2	-0.21	9	-0.44	19
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	100.9	7.46	2.2	0.01	-1	0.53	-24
Raspadskaya' 1	USD	300	22.05.12	101.0	7.05	2.2	0.06	-3	0.71	-31
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	100.6	8.68	2.8	-0.19	6	-1.06	36
Evrax' 15	USD	750	10.11.15	99.8	8.30	4.5	-0.03	1	-1.12	24
VIP' 16	USD	600	23.05.16	102.4	7.77	4.9	-0.44	9	-1.19	24
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	106.3	8.09	5.7	-0.23	4	-1.16	20
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	98.5	6.88	5.7	-0.17	3	0.22	-4
TNK-BP' 18	USD	1100	13.03.18	104.4	7.17	6.1	-0.36	6	0.56	-9

Источники: Bloomberg

Леонид Игнатъев

Корпоративные новости**Рольф: реструктуризация состоялась. Ждем «перезагруженный» Рольф!**

В пятницу вечером Рольф отчитался о том, что (1) на голландском аукционе выкупил евробонды номиналом \$ 48.68 млн за \$ 39.3 млн (то есть в среднем по 80.7 % от номинала) и (2) договорился с держателями бумаг номинальной стоимостью \$ 189.8 млн на реструктуризацию займа (21 % - деньгами сразу, 79 % - 2-летними еврооблигациями Rolf с купоном 13 %). Таким образом, компания реструктурировала еврооблигации номинальной стоимостью \$ 238.5 млн, что составляет почти 95.4 % всей суммы публичного долга.

Очевидно, что непростое для компании и одновременно честное для держателей предложение Рольфа нашло максимум понимания у инвесторов. Число согласившихся превышает необходимый минимум для того, что считать реструктуризацию успешной. А свершившаяся реструктуризация открывает путь для осуществления целого ряда значимых взаимосвязанных сделок. Это и реструктуризация банковского валютного долга Группы, и покупка 40 % бизнеса по продаже автомобилей Mitsubishi в России непосредственно самим японским автопроизводителем Mitsubishi Corp (с опционом на выкуп еще 20 %), и получение кредитных линий от Сбербанка на \$ 150 млн и 1.5 млрд руб.

Мы верим в то, что согласованная цепочка всех сделок приведет к значительным позитивным сдвигам в кредитоспособности компании. Приход стратегического иностранного партнера, решение проблемы рисков краткосрочного рефинансирования, доступ к деньгам Сбербанка (в том числе на выкуп еврооблигаций), улучшившиеся переговорные позиции компании в переговорах с прочими кредитными учреждениями – это, по сути, рождение нового, более сильного с кредитной точки зрения Рольфа, риски рефинансирования которого станут на порядок ниже.

Что же касается именно условий выкупа, то нам представляется, что Рольф не обидел ни группу инвесторов, предпочетших выкуп, ни большинство, пошедшее на 2-летнюю реструктуризацию.

Для первых цена выкупа даже превысила верхнюю границу изначально продекларированного диапазона в 60-80% от номинала и смотрится более чем рыночно, учитывая, что ровно месяц назад (то есть до предложения Рольфа) бумаги стоили 60-62% от номинала, а «восхождение» к этой отметке начиналось с 20-30% от номинала в начале года.

Пролонгация бондов до 2011 г. (+ всего 1 год относительно Rolf' 10) исходя из рыночной цены 60-63% в момент оглашения, по нашим расчетам, давала инвесторам щедрую УТМ более 40% от номинала. На наш взгляд, такой уровень доходности был однозначно избыточен для «перезагруженного» Рольфа. 18-20% годовых в настоящее время видятся нам более адекватной мерой оценки новых кредитных рисков компании.

Наш анализ макроэкономической ситуации в России позволяет нам надеяться, что в перспективе 1-2 года продажи автомобилей восстановятся до той степени, чтобы Рольф вышел на положительные денежные потоки от операционной деятельности, достаточные для обслуживания большей части своего долга.

Леонид Игнатьев

ММК закрыл сделку по покупке Белона

ММК в конце прошлой недели сообщил о завершении сделки по приобретению оставшихся 50 % акций компании Onarbay Enterprises, владеющей 82.6 % акций угледобывающей компании «Белон» (источник – Интерфакс). По информации газеты «Ведомости», данная покупка обошлась ММК примерно в \$ 300 млн.

Напомним, что Белон реструктурировал свои облигации Белон-2 не без помощи установления купона в 17% и, очевидно, благодаря активным спекуляциям на рынке, что пролонгация публичного долга является одним из условий покупки контрольного пакета Белона сильным рыночным игроком. На мысли о сделке нас наводил и сам факт того, что Белон в начале осени 2009 г. имел значительно больше предпосылок и возможностей для выполнения обязательств по своим облигациям, чем в июне 2009 г. – то есть даже тогда, когда компания успешно погасила выпуск Белон-1 на 1.5 млрд руб.

В этой связи самым важным следствием сделки для держателей публичного долга Белона является убежденность, что риски нарушения условий реструктуризации по нему минимальны. В пятницу на новости инструмент Белона вырос на 2 п.п. до 100.2% от номинала (УТР 17.49%). Мы думаем, что, несмотря на неломбардный статус, доходность облигаций компании может опуститься до 14.0-14.5% годовых. Напомним также, что сам ММК недавно объявлял о планах выпуска биржевых облигаций на 15 млрд руб. до конца этого года.

Леонид Игнатьев

SPO принесло Синергии \$ 80 млн и реструктуризацию облигационерам?

В пятницу Синергия отчиталась об итогах прошедшего на прошлой неделе SPO. В ходе размещения, прошедшего с соотношением «спрос/предложение» на уровне 1.3х компания привлекла в капитал \$ 80 млн, которые, как пишут сегодня Ведомости, пойдут «на развитие дистрибуции и поддержку брендов».

При неоспоримой значимости и позитивности события для компании в частности и рынка капитала в целом, направления использования средств для держателей бумаг Синергия-2 (оферта в четверг на этой неделе) звучат не так благоприятно, как, например, рефинансирование кредитного портфеля или досрочное погашение облигаций. Анализируя неплохую отчетность компании за 1-ое полугодие 2009 г. в ежедневном комментарии от 25 сентября 2009 г., мы предполагали, что компания не допустит реструктуризации по облигациям, так как даже без учета SPO обладает хорошими кредитными метриками (EBITDA margin 18 %, оценочная величина для Чистый долг/EBITDA – не более 2.0-2.2х).

Мы были бы рады ошибиться, но анализ сделок на вторичном рынке убеждает нас, что компания начала реструктуризацию своих облигаций Синергия-2 на выпуск 3-ей серии. На прошлой неделе мы видели первые сделки с бумагами Синергия-3, размещенными в конце августа 2009 г., судя по всему, для технических нужд. Нашу гипотезу подтверждает тот факт, что одновременно со сделками по продаже облигаций Синергия-2 по 100 % от номинала (УТР менее 11 %) были совершены сделки по покупке новых бондов Синергия-3 по цене 88.28 % от номинала (УТР 22 %). Пока мы не видели официальных сообщений, подтверждающих факт реструктуризации либо факт ведения переговоров по данному направлению.

Леонид Игнатьев

Нутритек даст облигационерам залог

Нутритек предоставит своим кредиторам дополнительный залог — акции и доли всех производственных активов, входящих в группу. Об этом сегодня пишет Коммерсант. В сделку не входит обременение акций головной компании группы – ОАО «Нутритек».

Напомним, что с лета Нутритек реструктурирует свой долг в 5.5 млрд руб. Залог в равной пропорции распространяется на всех кредиторов, чьи права требования включены в эту сумму. Учитывая, что больше половины (1.2 млрд руб – рублевые облигации, \$ 100 млн – еврооблигации) долга приходится на бланковый долг, то чисто теоретически от наличия залога облигационеры могут выиграть. Ведь в таком случае увеличивается гарантированная сумма recovery по облигациям при откровенно неблагоприятном развитии событий.

Тем не менее адекватно оценить эффект данного предложения для оценки дефолтных облигаций Нутритека затруднительно – отсутствует оценка стоимости имущества со стороны независимого оценщика.

Леонид Игнатьев

ТМК отчиталась по МСФО за 1-ое полугодие ожидаемо плохо

В пятницу ТМК опубликовала ожидаемо слабые финансовые показатели по итогам 1П 2009 г. Уменьшение спроса, низкая загрузка мощностей привели к падению выручки компании на 38 % год-к-году до \$ 1.5 млрд, закреплению EBITDA margin на отметке 9.9 %. Рост долга в абсолютном выражении на \$ 440 млн до \$ 3.65 млрд привел к тому, что показатель «Долг/ЕБИТДА» достиг психологической отметки в 5.0х.

При всей важности полугодовых финансовых результатов ТМК для держателей остатков выпуска ТМК' 11 (7.82 %) на порядок более важное значение имеют такие вещи, как:

- 1) Рефинансирование практически всего кратко- и среднесрочного долга Группы.
- 2) Успешный выкуп \$ 425 млн выпуска ТМК' 11 и не менее успешное погашение бумаг ТМК' 09.
- 3) Очень позитивная операционная динамика в 3-ем кв. 2009 г., говорящая о резкой загрузке североамериканского сегмента и общем росте на 15 % кв-к-кв.
- 4) Введение в конце 3 кв. 2009 г. запретительных импортных пошлин на трубную продукцию, которая серьезно конкурировала с продукцией отечественных компаний.

По нашим оценкам, в рынке находится не более \$ 130 млн (по номиналу) еврооблигаций ТМК' 11. Как по критериям ликвидности, так и с точки зрения абсолютной доходности нам сложно рекомендовать выпуск к покупке. На рублевом рынке короткие облигации ТМК-3 и вовсе перекуплены. Их котировки близки к номиналу при докризисном купоне в 9.60 %, так что сыграть на них не получится.

Леонид Игнатъев

Сегодня АвтоВАЗ объявит свою антикризисную программу

Сегодня менеджмент АвтоВАЗа должен представить окончательный вариант антикризисной программы. По данным Интерфакса, новый вариант будет строиться на взаимодействии российского автопроизводителя со своими акционерами. В частности, Renault и Nissan предоставят АвтоВАЗу инвестиции в размере €180 млн и собственные платформы для сборки автомобилей. В результате в 2012 г. на конвейере АвтоВАЗа останутся две собственные модели, выпуск которых будет осуществляться под брендом Lada, и три модели партнеров по альянсу, которые будут выпускаться под брендами Renault и Nissan.

На наш взгляд, новость носит позитивный характер. Хотя окончательные параметры новой стратегии развития предприятия неизвестны, можно отметить, что реализация среднесрочной программы на базе сборки уже существующих автомобилей Renault и Nissan более реалистична, чем прежние варианты.

Тем не менее для реализации этой стратегии АвтоВАЗу предстоит решить еще ряд важных моментов, которые в настоящее время оказывают негативное влияние на деятельность предприятия. В частности, даже после начала сборки новых моделей иностранных партнеров, АвтоВАЗ в среднесрочной перспективе едва ли сможет полностью загрузить производственные мощности до уровня 2007-2008 гг.; соответственно, на уровень рентабельности будет оказывать давление высокий уровень постоянных расходов.

Кроме того, для сборки автомобилей Renault и Nissan будут использоваться, скорее всего, импортные комплектующие, что не будет способствовать загрузке вспомогательных производств российского автопроизводителя. Таким образом, успех реализации новой стратегии будет зависеть от способности предприятия сократить издержки. Вторым ключевым моментом станет решение проблем с долгами автопроизводителя, где пока сохраняется очень высокая степень неопределенности.

Мы видели, что в пятницу частные инвесторы покупали облигации АвтоВАЗ-3: в бумагах прошло 7 сделок с повышением цены за день на 4 п.п. до 94.80 % от номинала. В итоге доходность облигаций упала до 18.3 %. Примерно столько же (по доходности) стоят и бумаги АвтоВАЗ-4. Инвесторам, не имеющим преимущественного доступа к информации вокруг процесса урегулирования финансового долга компании, мы не рекомендуем покупку его публичных обязательств.

Михаил Лямин, Леонид Игнатъев

Первая отчетность объединенного МДМ банка: хороший запас прочности

Объединенный МДМ Банк представил первую в своем новом качестве отчетность, отражающую консолидированное финансовое состояние бывших УРСА банка и МДМ Банка в 1П 2009.

На наш взгляд, отчетность выделяется довольно хорошей динамикой депозитной базы банков и не очень хорошей динамикой кредитного портфеля. Сам портфель сократился во втором квартале (с 338 млрд руб. до 321 млрд руб.), а его качество продолжает снижаться. Совокупный уровень NPL свыше 90 дней вырос до 14.2 %, а уровень резервирования – до 14.3 %.

Акционеры уверены, что банк имеет достаточный запас прочности и сможет выполнять требования регуляторов при росте отчислений на покрытие убытков по плохим долгам вплоть до 24 % от уровня совокупных кредитов. Достаточность капитала TCAR составила на конец 1П2009 г. 17.3 % (против 17.9 % в начале года), что позволяет банку заявлять об отсутствии необходимости в получении дополнительного капитала от государства.

С точки зрения операционных результатов отчетность банка представляется нам позитивной. Чистый процентный доход банка вырос в 1П 2009 г. на 8.7 % к аналогичному периоду 2008 г., коэффициент cost/ income по нашим расчетам снизился с 56 % до 44.5 %. Доходы от основной деятельности (ЧПД плюс чистые комиссии) вырос на 9.7 %. Показатель чистой процентной маржи за 1П 2009 г. составил по нашим расчетам 5.8 %. Чистый убыток в 5.6 млрд руб. сформировался во многом за счет 13.7 млрд руб. отчислений в резервы.

Объединенный МДМ банк, МСФО за 1П 2009 г., млн. руб.

	1П 08	1П 09	г-к-г, %
Финансовый результат, млн. руб.			
Чистые процентные доходы	7 516	8 170	8.7%
Отчисления в резервы	-1 641	-13 712	8.4 раз
Комиссионные доходы	1 084	1 263	16.5%
Доходы от основной деятельности	8 600	9 433	9.7%
Доходы по операциям с ценными бумагами	-118	908	-
Чистые доходы от операций с иностранной валютой	752	638	-15.2%
Административные расходы	4 817	4 196	-12.9%
Чистая прибыль	2 152	-5 614	-
Cost/ income, %	56.0%	44.5%	
Net interest margin, %	-	5.8%	
Net spread, %	-	6.6%	

Балансовые показатели, млн. руб.	01.01.2009	01.04.2009*	01.07.2009	с нач года, %
Активы	329 117	512 823	414 891	26.1%
Ценные бумаги	12 440	33 654	27 219	118.8%
Средства физлиц	30 429	65 910	75 024	146.6%
Средства юрлиц	84 642	109 388	107 894	27.5%
Долговые обязательства	28 700	73 690	53 486	86.4%
Субординированный долг	5 966	14 053	12 951	117.1%
Собственный капитал	41 074	69 586	56 993	38.8%
T1 CAR	16.0%	14.9%	15.0%	
Total CAR	17.9%	13.6%	17.3%	
Собственный капитал/ Активы, %	12.5%	16.5%	13.7%	
Кредитный портфель	207 009	338 582	321 026	63.6%
<i>Корпоративные кредиты</i>	166 549	225 177	212 968	35.2%
<i>Кредиты физлицам</i>	40 460	113 405	108 058	180.3%
Накопленные резервы	12 003	28 420	45 808	136.8%
Просроченная задолженность	8 763	27 638	45 731	3.2 раз
Provision / Loans, %	5.8%	8.4%	14.3%	
NPL %	4.2%	8.2%	14.2%	

Источники: МДМ банк, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

Данные проформы отчетности

Объединение МДМ банка и УРСА банка позволило сформировать крупный финансовый институт с хорошей капитальной базой, региональным покрытием и доступом к международным ресурсам. Так, в настоящее время МДМ банк одним из первых с начала острой фазы кризиса закрывает сделку по привлечению синдицированного кредита на \$ 300 млн. с небольшой переподпиской.

Ухудшение качества портфеля, которое было отражено в первом полугодии, по нашим оценкам, серьезно замедлилось уже в сентябре 2009 г. О динамике просроченной задолженности и уровне резервов можно судить на основе данных по РСБУ (см. ниже). Их темпы роста в сентябре были близки к нулю, а значит - большая часть резервов уже сформирована, а просроченная задолженности уже проявлена.

Отдельные показатели* объединенного МДМ банка по состоянию на 01.10.09, млрд руб

	1 авг 09	1 сен 09	1 окт 09	Изм-е, %	Изме-е, млрд-руб.
Депозиты	51.2	118.1	116.5	-1%	-1.6
Средства привлеч от нерезидентов	45.0	101.6	96.9	-5%	-4.7
Кредит портфель	100.6	268.0	257.4	-4%	-10.5
Чистые ссуды	85.1	232.5	221.6	-5%	-11.0
Резервы на возможные потери	17.4	40.6	41.0	1%	0.4
в т.ч. на потери по ссудам	15.5	35.4	35.9	1%	0.4
Просроченная задолженность	9.8	33.5	33.5	0%	0.0
Расчетные показатели					
Уровень резервирования	15%	13%	14%		
Уровень просроченной задолженности	10%	12%	13%		

Источники: отчетность МДМ банка, Аналитический департамент Банка Москвы

*расчеты по данным формы 101

УРСА банк выкупил довольно существенную часть своих евробондов в начале года и, судя по котировкам, большая часть выпусков еврооблигаций УРСА и МДМ неликвидна. С нашей точки зрения, интерес представляют субординированные выпуски МДМ'11 и УРСА'11.

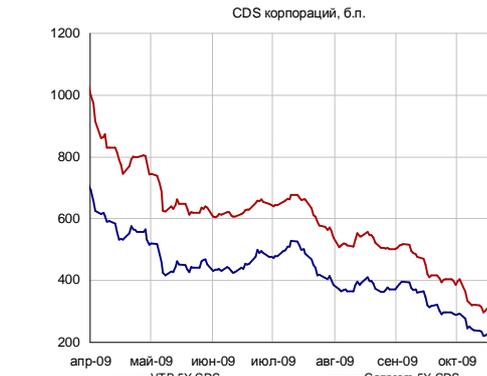
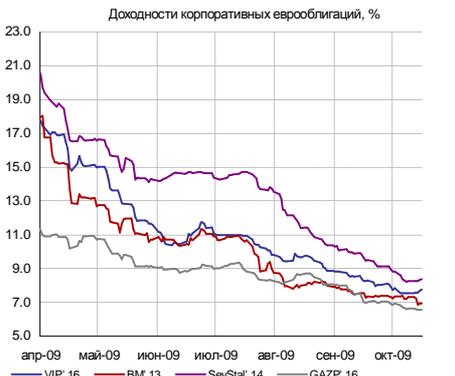
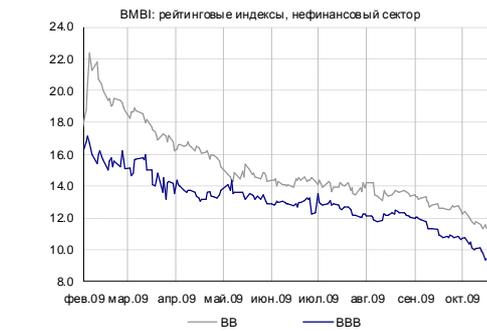
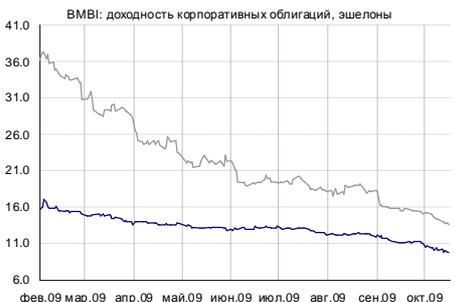
Корпоративные еврооблигации: банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за неделю		Рейтинг S&P/ Moody's / Fitch
							Цена, %	YTM, б.п.	
URSA' 10	USD	30	06.07.10	-	9.94	0.6	-	-	/ /
URSA' 11-2€	EUR	300	16.11.11	102.6	6.92	1.7	1.05	-57	/ /
URSA' 10-3€	EUR	400	21.05.10	101.4	4.44	0.6	0.75	-132	- / Ba2 / -
MDM' 11s	USD	200	21.07.11	101.8	8.59	1.5	0.57	-36	B / Ba3 / B+
MDM' 10	USD	425	25.01.10	101.0	3.78	0.3	-0.23	61	/ /
URSA' 10-2rub	RUB	5000	26.02.10	98.1	14.59	0.3	0.13	-11	- / Ba2 / B+
URSA' 11s	USD	130	30.12.11	104.8	9.53	1.8	1.70	-90	/ /

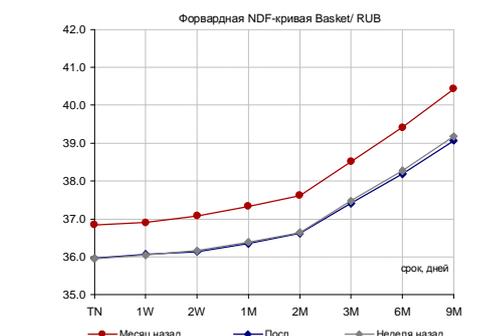
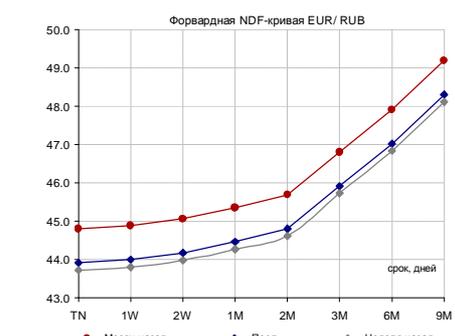
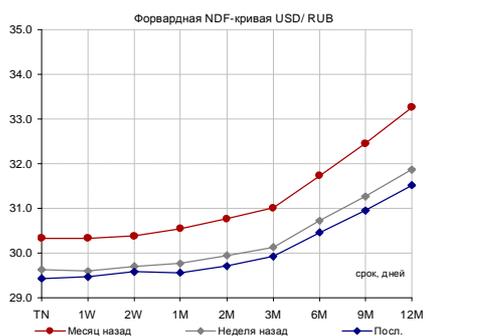
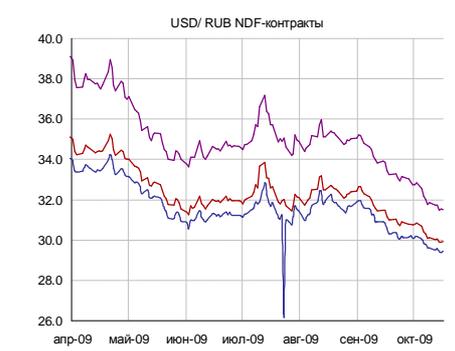
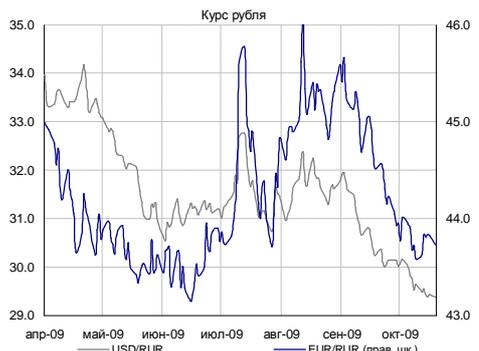
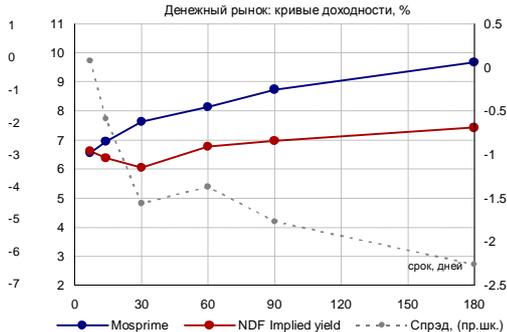
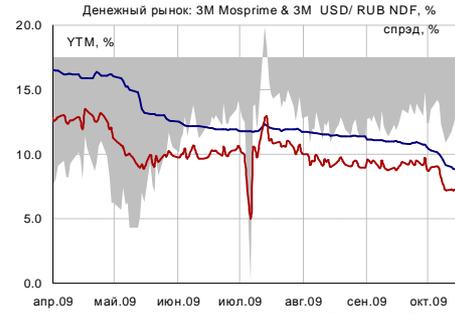
Источники: Bloomberg

Егор Федоров

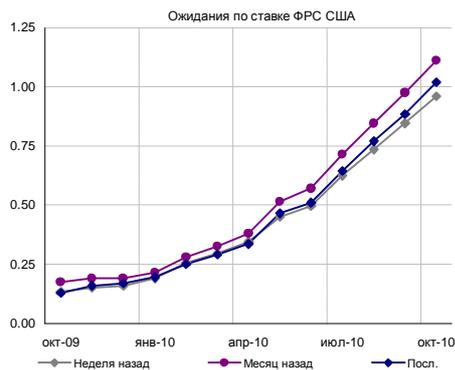
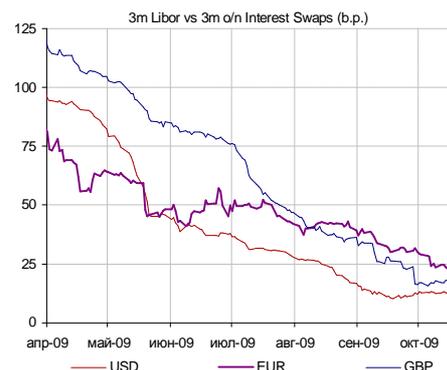
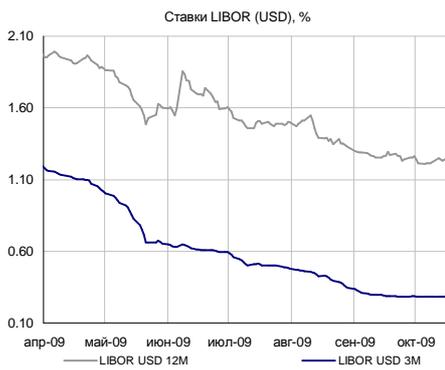
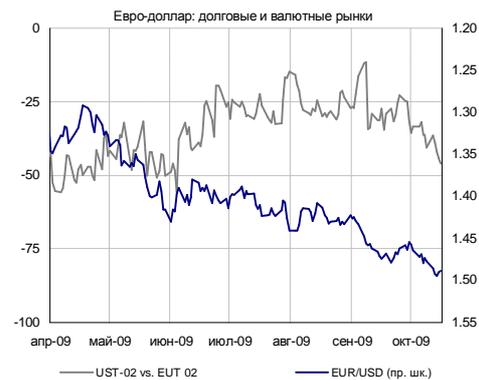
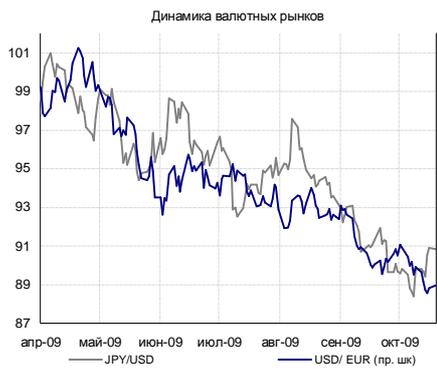
Российский долговой рынок



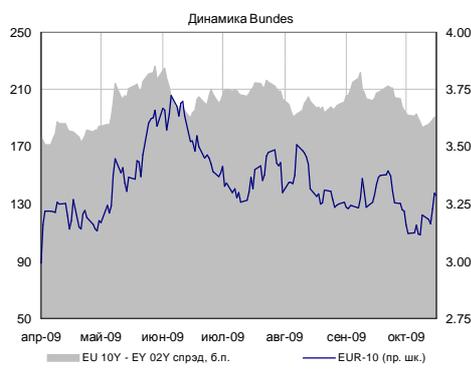
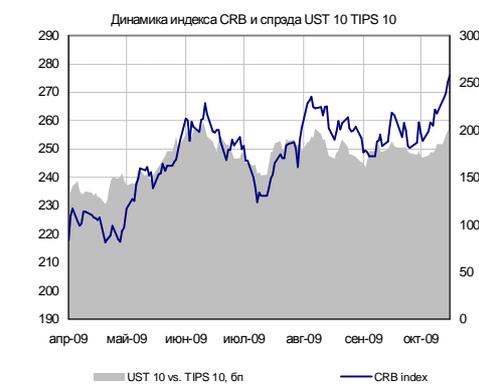
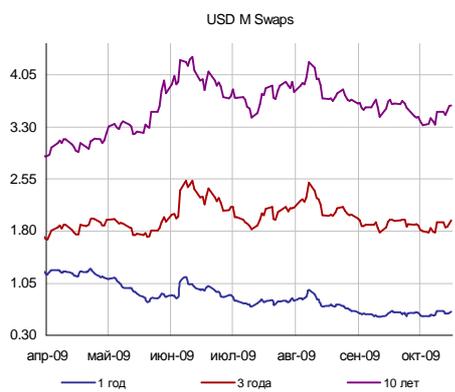
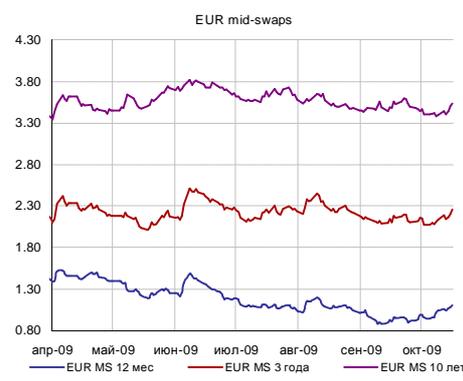
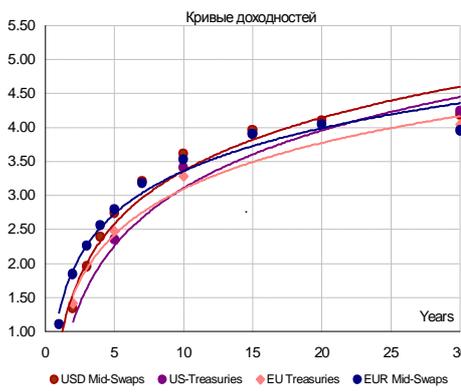
Денежно-валютный рынок



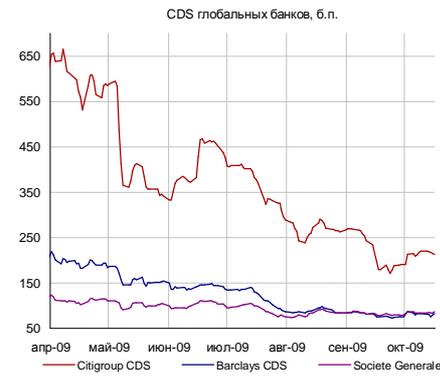
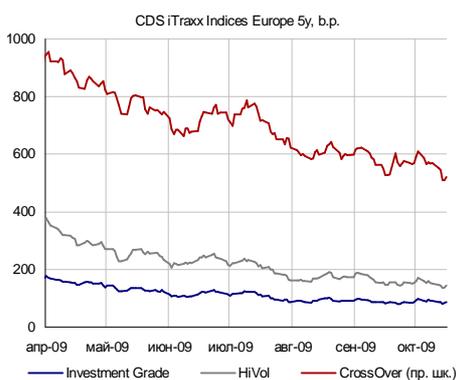
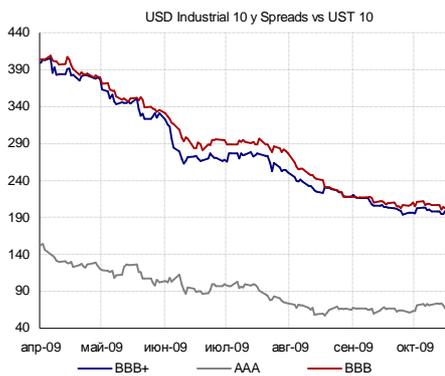
Глобальный валютный и денежный рынок



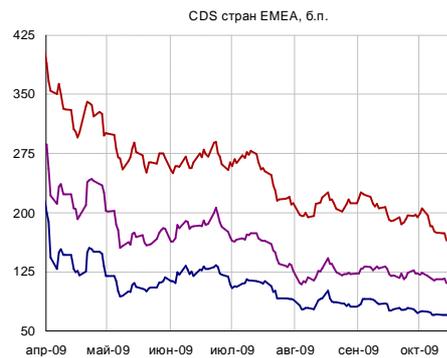
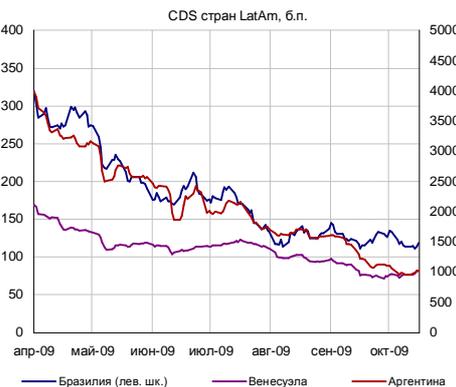
Глобальный долговой рынок



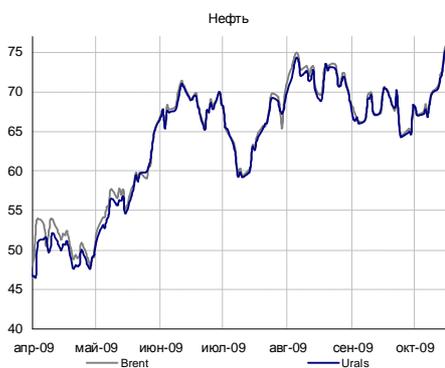
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	КБРенКап-2	3 000	Оферта	100	3 000
СЕГОДНЯ	ПФПГ-Ф-01	1 100	Погаш.	-	1 100
20.10.2009	АЦБК-Инв 3	1 500	Оферта	100	1 500
20.10.2009	ПромТр02об	3 000	Оферта	100	3 000
20.10.2009	РусТех 3	1 200	Погаш.	-	1 200
20.10.2009	ТКСБанк 01	10 000	Оферта	100	10 000
21.10.2009	САМОХВАЛ-1	1 500	Погаш.	-	1 500
22.10.2009	БелКПлюс-1	500	Погаш.	-	500
22.10.2009	ДжейЭфСиГ1	2 000	Оферта	100	2 000

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
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Коваленко Константин

Kovalenko_KI@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@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 абсолютные 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 обязательств 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.