

Рынок облигаций:

ФАКТЫ И КОММЕНТАРИИ

3 декабря 2009 года

НОВОСТЬ ДНЯ:

По предварительной оценке Росстата, индекс потребительских цен на товары и услуги за ноябрь может составить 100,3%.

Новости эмитентов.....стр 2

- Дефолты и реструктуризации: **Клинский район, РБК.**
- Рейтинги и прогнозы: **Абсолют Банк.**
- **МДМ Банк** – комментарий к размещению.
- **Группа Интегра** раскрывает данные за 9 месяцев 2009 года за день до оферты – хорошая компенсация за риски.
- **РусГидро:** итоги первого полугодия 2009 года по МСФО. Мало актуально, учитывая аварию на Саяно–Шушенской ГЭС.
- **ДИКСИ:** результаты 9 месяцев 2009 года по МСФО.
- **ТМК, Мечел, МРК «Связьинвеста», МТС.**

Денежный рынок.....стр 11

- ЦБ выходит с интервенциями внутри коридора 35–38 руб., препятствуя укреплению рубля.
- Несмотря на крупные выплаты, ставки снизились до 3,5–5%.

Долговые рынкистр 12

- Внешние рынки: умеренный оптимизм. Минфин США готовит новые UST.
- Российские еврооблигации продолжают неуверенные попытки ценового роста.
- Рублевые облигации: участники не торопятся продавать, но и крупных покупок тоже не наблюдается.

Панорама рублевого сегмента.....стр 14

Основные рыночные индикаторы

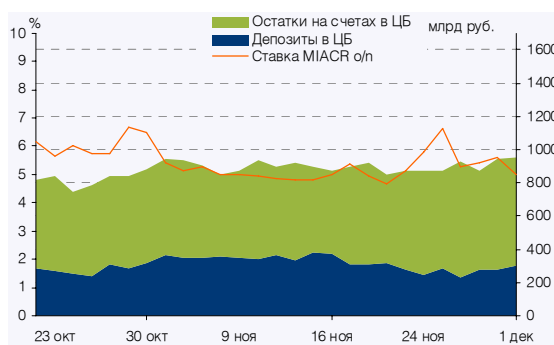
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3.31%	3	110
Russia-30	5.31%	-5	-453
ОФЗ 25068	8.31%	-19	n/a
ОФЗ 25065	8.77%	0	n/a
Газпрнефт4	9.14%	9	n/a
РЖД-9	8.25%	108	-405
АИЖК-8	10.31%	0	-1 186
ВТБ - 5	7.59%	3	-601
РоссельхБ-6	13.72%	0	385
МосОбл-8	13.20%	30	-2 064
Мгop59	7.26%	1	n/a

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	91.73%	-2	1 046
iTRAXX XOVER S12 5Y	515.17	-13	n/a
CDX HY 5Y	649.01	-10	-498

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD,%
Нефть Urals	75.92	-2.1%	81.5%
Нефть WTI	76.60	-2.3%	71.7%
Золото	1 215.70	1.6%	37.8%
Никель LME 3 M	16 300.00	0.3%	39.3%

Источник: Bloomberg, ММВБ

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

МАКРОНовости

- Государственный внутренний долг РФ, выраженный в государственных ценных бумагах, увеличился за январь–ноябрь 2009 года на 27,8% – с 1421,439 млрд руб. на 1 января до 1816,403 млрд руб. на 1 декабря. В том числе за ноябрь увеличение составило 4,4%. В структуре внутреннего госдолга, выраженного в госбумагах, на 1 декабря 2009 года 47,53% – приходилась на ОФЗ–АД на общую сумму 863,377 млрд руб. ОФЗ–ПД составляли 685,611 млрд руб. (37,75 %), ГСО–ФПС – 132 млрд руб. (7,27%), ГСО–ППС – 135,415 млрд руб. (7,46%).
- По оценке Росстата, за период с 24 по 30 ноября 2009 год инфляция в России составила 0,0%, с начала месяца – 0,3%, с начала года – 8,4% (в 2008 году: в целом за ноябрь – 0,8%, с начала года – 12,5%). По предварительной оценке службы, индекс потребительских цен на товары и услуги за ноябрь может составить 100,3%. В целом данные вполне совпадают с нашими ожиданиями, изложенными в обзоре за 12.11.2009.
- С 20 по 27 ноября 2009 года объем международных резервов РФ за неделю вырос на 5,9 млрд долл. до 449,7 млрд долл.

Дефолты и реструктуризации

- 2 декабря 2009 года Администрация **Клинского муниципального района** в рамках техдефолта произвела выплату оставшейся части купонного дохода в размере 12,69 руб. на одну облигацию серии 25003 (объем выпуска 300 млн руб.). В соответствии с условиями эмиссии, выплата дохода за 9–ый купонный период должна была состояться 25 ноября 2009 года в размере 22,69 руб. из расчета 9,1% годовых. 27 ноября 2009 года Эмитент произвел частичную выплату купона в размере 10 руб. на одну бумагу. Напомним, что в ноябре прошлого года Клинский район с задержкой на один день погасил номинальную стоимость облигаций выпуска 25002. /Finambonds/
- Перед тем как реструктурировать задолженность в 230 млн долл. перед банками–кредиторами **РБК** решил переоформить свою дебиторскую задолженность на «РБК–ТВ Москва» и вновь созданную компанию Pintoleza Holdings Ltd. На внеочередном собрании 30 декабря 2009 года акционерам РБК ИС предложено одобрить ряд крупных сделок, связанных с переоформлением кредиторской и дебиторской задолженности. В результате двух связанных сделок на сумму 4,87 млрд руб. долги «дочек» Холдинга перед РБК ИС перейдут компаниям ЗАО «РБК–ТВ Москва» (0,7 млрд руб.) и Pintoleza Holdings Ltd. (4,17 млрд руб.). Взамен РБК ИС получит рублевые облигации «РБК–ТВ Москва» на 0,7 млрд руб. и еврооблигации нидерландской E.M.I.S. Finance B. V. на 4,17 млрд руб. Предполагается, что еврооблигации будут двух видов — кредитные ноты, связанные с долгом «РБК–ТВ Москва» перед E.M.I.S. Finance B. V., и денежные опционы, позволяющие требовать выплату разницы между средневзвешенной ценой акций «Нового РБК» (структура, которая получит ключевые активы Холдинга и разместит свои акции на бирже) за 6 месяцев и фиксированной ценой одной его бумаги в 2 долл. После подписания соглашения с кредиторами о реструктуризации задолженности эти рублевые облигации и еврооблигации перейдут кредиторам, а новым корпоративным центром РБК станет «РБК–ТВ Москва». /Ведомости/

Купоны, оферты, размещения и погашения

- На аукционе по размещению **ОФЗ серии 25071** на общую сумму 20 млрд руб. спрос на бумаги по номиналу составил 24,583 млрд руб., спроса по рыночной стоимости – 23,894 млрд руб. Объем размещения составил 10,12 млрд руб. Объем выручки – 10,12 млрд руб. Цена отсечения была установлена на уровне 99,8631% от номинала. Доходность по цене отсечения составила 8,3% годовых. Средневзвешенная цена составила 100,0008% от номинала, доходность по средневзвешенной цене – 8,26% годовых.

- Размещение выпуска биржевых облигаций **ОАО «ЧТПЗ»** состоится 8 декабря 2009 года.
- По словам заместителя председателя правления **Газпромбанка** Александра Соболя, в 2010 году Банк может выпустить евробонды в объеме от 500 млн до 1 млрд долл. Выходить на рынок евробондов банк намерен «не раньше второго квартала 2010 г».
- **ООО «Трансгазсервис»** в полном объеме разместило выпуск облигаций серии 01 объемом 3 млрд руб. Срок обращения ценных бумаг составит 1820 дней с даты начала размещения. Ставка купона составила 9,5%.
- **ОАО «РЖД»** сегодня открыло книгу заявок на приобретение облигаций серии БО-01. Срок сбора заявок закончится 7 декабря 2009 года. Срок обращения облигаций составит 1092 дня с даты начала размещения. Общий объем выпуска по номиналу составляет 15 млрд руб. Размещение бумаг на ММВБ запланировано на 9 декабря.
- Ставка 1-го купона по облигациям **ОАО «Мосэнерго»** серии 03 по результатам book-building установлена в размере 10,25% годовых. Ставка по 2–6-му купонам установлена равной ставке 1-го купона. Срок обращения выпуска составляет 5 лет, оферта через 3 года с даты начала размещения. Размещение выпуска на ММВБ состоится 4 декабря.
- **ОАО «Дальсвязь»** осуществило погашение 15% номинальной стоимости облигаций серии 02 в размере 300 млн руб. и выплатило 7-й купон на сумму 88,26 млн руб., исходя из ставки 8,85% годовых.
- 2 декабря 2009 года **Нижегородская область** по открытой подписке разместила облигационный выпуск серии 34005 на сумму 2,24 млрд руб. из запланированных 3 млрд руб. Остальную часть – 760 млн руб. область планирует доразместить до конца 2009 года. В ходе размещения поступило 15 заявок от 11 участников на общую сумму 3,56 млрд руб. Ставка первого купона определена в размере 13,25% годовых.
- **ООО «АЛАДУШКИН Финанс»** в рамках оферты выкупило 538,641 тыс. облигаций (53,9% выпуска) серии 02 объемом 1 млрд руб.

Рейтинги и прогнозы

- Fitch Ratings понизило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») **Абсолют Банка**, с уровня «BBB» до «BB+» и поместило рейтинг под наблюдение в список Rating Watch «Развивающийся». Рейтинговое действие следует за недавним заявлением со стороны материнской структуры Абсолют Банка, KBC Bank («А»/прогноз «Стабильный»), что Абсолют Банк считается неосновным направлением, согласно новой стратегии, и Банк будет продан. Понижение рейтинга отражает вероятность того, что Абсолют Банк не будет получать преимущества поддержки со стороны KBC Bank в течение всего долгосрочного рейтингового горизонта. Статус Rating Watch «Развивающийся» учитывает потенциал понижения или повышения рейтинга после продажи в зависимости от кредитоспособности покупателя.

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

МДМ Банк – комментарий к размещению.

Сегодня объединенный МДМ Банк размещает биржевые облигации серии 01 номинальным объемом 5 млрд руб. Отметим, книга заявок была закрыта 30 ноября, и в результате сбора заявок была определена ставка купона на весь срок обращения (3 года) в размере 12,75% годовых, что заметно ниже первоначального ориентира Эмитента – 13,5–14%. Однако, возможно, мы могли бы увидеть еще более оптимистичные цифры (кредитное качество это позволяет), однако время сбора заявок (24–30 ноября) неприятным образом совпало с проблемами в Дубае. Отметим, что на рынке мало ликвидных банковских займов с подобной дюрацией, и один из них – это опять-таки заем МДМ Банка серии 05 с дюрацией 634 дня и доходностью

11,5% годовых. Таким образом, Эмитентом за увеличение дюрации на год была предложена премия в 170 базисных пунктов. На наш взгляд – вполне привлекательная компенсация. Напомним, что рейтинги Банка (Fitch – «BB–», S&P «B+») обеспечивают включение бумаг в список прямого РЕПО с ЦБ, где дисконт по уже включенным бумагам составил 17,5–25%.

Интересная доходность и ликвидность бумаг не в последнюю очередь обеспечили спрос на бумаги МДМ Банка. Аналогичные уровни доходности могут сейчас предложить, пожалуй, только розничные банки (ХКФ–Банк, Банк Русский Стандарт), однако потребительский сектор – это традиционно сегмент повышенных рисков. Объединенный МДМ Банк хотя и имеет в своем портфеле порядка 34% розничных кредитов, однако все же преимущество остается за корпоративным обслуживанием.

В целом, после слияния в 3 квартале МДМ Банку на 1 октября удалось обогнать лишь Уралсиб и занять 12 место в ранкинге российских банков по активам. Однако он практически «наступает на пятки» Промсвязьбанку с отрывом на 1 октября всего в 10 млрд руб. По состоянию на 1 ноября, по нашим подсчетам, активы Банка составили 366 млрд руб., кредитный портфель (gross) – 253 млрд руб. Их качество мы бы определили как «умеренное», в первую очередь ориентируясь на уровень просроченной задолженности по кредитному портфелю в размере 13,5%, тем не менее, покрытие ее резервами составляет 1,1х. Существенные объемы резервирования не могли не отразиться на финансовых итогах Банка – убыток за 10 месяцев составил 0,8 млрд руб. Тем не менее, высокий уровень достаточности капитала – 16,81%, позволяет Эмитенту чувствовать себя вполне уверенно благодаря имеющемуся запасу для абсорбирования возможных убытков.

Обширная клиентская база формирует до 44% пассивов за счет депозитов и средств на счетах обслуживаемых лиц, причем 19% пассивов – депозиты физлиц. В результате, зависимость от прочих источников фондирования достаточно скромная, что способствует повышению финансовой устойчивости МДМ Банка: 8% (28 млрд руб.) приходится на выпущенные ценные бумаги, 15% (57 млрд руб.) – на МБК. Относительно последнего отмечаем, что задолженность перед ЦБ на 1 ноября сведена к нулю, а основная часть представляет задолженность перед банками–нерезидентами в рамках привлечения финансирования на международных рынках.

Благодаря взвешенной структуре активов и пассивов по срокам, несмотря на ярко выраженную долгосрочную структуру кредитного портфеля (45% кредитов срочностью выше 3 лет), показатели ликвидности Банка вполне комфортные: мгновенная ликвидность (H2) – 78% (min 15%), текущая ликвидность – 66% (min 50%), долгосрочная ликвидность – 98% (max 120%). Одним из рисков Эмитента остается крупный объем погашений в 2010 году – порядка 45 млрд руб. публичных обязательств по номиналу, в том числе 16,2 млрд руб., 425 млн долл. и 400 млн евро. При этом подушка ликвидности Банка достигает около 41 млрд руб., в том числе 18 млрд руб. – краткосрочные кредиты и депозиты (преимущественно до 7 дней), размещенные в зарубежных и отечественных банках. Кроме того, портфель ценных бумаг составил на 1 ноября 2009 года 34 млрд руб., однако поскольку мы не можем в полной мере оценить его качество, то портфель ценных бумаг можно рассматривать как источник дополнительной ликвидности с некоторыми оговорками. В целом, вы не видим явных угроз для неисполнения Банком своих обязательств в наступающем 2010 году.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

- Акционеры **ТМК** одобрили пролонгацию кредитных линий на сумму 2,6 млрд руб., привлеченных от банка ВТБ в октябре 2008 года. Кроме того, сообщается, что ТМК под госгарантии привлекает кредит ВТБ, объем кредита не раскрывается. /Прайм–ТАСС, Ведомости/

Несмотря на отсутствие деталей, новость, безусловно, выглядит позитивно для держателей облигаций ТМК–3 (УТР 9,95%). На фоне появления новостей об успешных переговорах с банками–кредиторами и

привлечении кредитов под госгарантии, мы не думаем, что у Компании могут возникнуть проблемы с прохождением оферты через 2,5 месяца. Впрочем, похоже, у рынка сформировалось такое же мнение, поскольку бумаги итак котируются вблизи номинальных значений.

- По сообщению Мечела и ВТБ, банк пролонгировал на 3 года кредиты на сумму 15 млрд руб., привлеченные предприятиям Группы («Якутуголь», «Южный Кузбасс», ЧМК) осенью 2008 года. При этом обязательства по погашению «тела» долга возникнут лишь через 2,5 года. Детали сделки, в частности о ставке кредита, стороны не раскрывают. /Ведомости/

Ранее Компания раскрывала, что в 4 квартале необходимо погасить немногим более 800 млн долл. Исходя из соглашений, достигнутых с ВТБ, следует, что объем выплат в 4 квартале составит около 300 млн долл., которые, вероятно, будут выплачены за счет операционных денежных потоков.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Группа Интегра раскрывает данные за 9 месяцев 2009 года за день до оферты – хорошая компенсация за риски.

Фактически накануне сегодняшней оферты свои финансовые результаты за 9 месяцев 2009 года опубликовала Группа Интегра.

Выборочные финансовые показатели Группы Интегра				
млн долл	6 мес 09	9 мес 09	9 мес 08	9 мес 09 / 9 мес 08
Выручка всего, в том числе	404.7	620.0	1 167.0	-46.9%
бурение, КРС, ИУП	169.4	262.3	492.6	-46.8%
технологические сервисы	64.4	107.8	166.3	-35.2%
геофизические услуги	108.8	145.8	254.5	-42.7%
машиностроение	53.7	97.5	254.2	-61.6%
прочее	8.4	6.6	-0.6	-
ЕБИТДА всего, в том числе	55.1	89.5	192.9	-53.6%
бурение, КРС, ИУП	11.2	22.9	60.7	-62.3%
технологические сервисы	24.2	38.8	60.0	-35.3%
геофизические услуги	28.8	45.6	70.2	-35.0%
машиностроение	7.9	14.3	38.6	-63.0%
прочее	-17.0	-32.1	-36.6	-12.3%
ЕБИТДА margin всего, в том числе	13.6%	14.4%	16.5%	-2.1%
бурение, КРС, ИУП	6.6%	8.7%	12.3%	-3.6%
технологические сервисы	37.6%	36.0%	36.1%	-0.1%
геофизические услуги	26.5%	31.3%	27.6%	3.7%
машиностроение	14.7%	14.7%	15.2%	-0.5%
Чистый денежный поток от операционной деятельности	49.8	77.0	82.2	-
Свободный денежный поток	30.2	48.1	-44.1	-

Источник: данные Компании

С одной стороны, участники рынка уже приняли «принципиальное» для себя решение относительно предъявления или не предъявления бумаг к досрочному выкупу. С другой, мы уверены, что обеспечение доступности финансовой информации в преддверии такого важного события является своего рода попыткой вкупе с уже состоявшимся ранее установлением весьма «щедрого» купона в размере 16,75% годовых

сохранить как можно большую часть выпуска объемом в 3 млрд руб. в рынке. При этом, как было озвучено менеджментом, неиспользованная часть от зарезервированных на эти цели 3 млрд руб. (Компания анонсировала, что заранее подготовилась к полному погашению займа при необходимости) будет направлена для досрочного погашения других обязательств, в частности, части задолженности по синдицированному кредиту ЕБРР.

Итак, с чем же Группа Интегра закончила третий квартал? Принципиально ничего нового, по большей части уже ранее прослеживающиеся тенденции: еще не восстановившийся до уровня прошлого года спрос со стороны основных заказчиков является главной причиной сохраняющейся отрицательной динамики ключевых финансовых показателей:

– по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выручка Компании снизилась на 46,9% до 620 млн долл.

– уменьшение EBITDA за отчетный период на 53,6% до 89,5 млн долл.

Вместе с тем, позитивные моменты очевидно ярче, чем по итогам 6 месяцев 2009 года. В качестве главного «достижения» менеджментом отмечено некоторое улучшение прибыли и рентабельности, обусловленное благоприятным влиянием сезонных факторов, а также продолженная работа по оптимизации текущих расходов. Интегра в третьем квартале увеличивает положительный чистый денежный поток от операционной деятельности. Кроме этого, положительным остается свободный денежный поток (по итогам 3 кварталов он составляет 48,1 млн долл.), формируя, таким образом, возможность для сокращения внешних обязательств Компании и реализации запланированных инвестиционных мероприятий.

И самое приятное: по состоянию на 1 декабря 2009 года чистый долг Компании сократился до 206 млн долл. с 290 млн долл. (по состоянию на 27 августа текущего года). Как отмечалось ранее, основным источником для погашения долга стали средства привлеченные в результате допэмиссии акций (66,5 млн долл. из привлеченных 98 млн долл. были направлены на погашение обязательств перед ЕБРР).

Наиболее значимым с точки зрения перспектив бизнеса и поддержания платежеспособности Компании (в свете возможного сохранения позиций в бумаге), является анонсированное менеджментом «вхождение» в активную стадию подписания контрактов на 2010 год.

Таким образом, мы имеем довольно интересный объект для инвестиций, однако крайне чувствительный к конъюнктуре нефтяного рынка, который, не секрет, является одним из наименее предсказуемых.

Как мы уже отметили выше, после прохождения оферты по облигациям Интегры на срок до погашения в 2011 году будет действовать купон в размере 16,75% годовых, что определяет доходность бумаг на уровне 17,45% годовых. С одной стороны, отсутствие выпуска в Ломбардном списке ЦБ и весьма туманные перспективы его появления там могут стать причиной для отвержения данной идеи. Вместе с тем, текущая конъюнктура, в части преобладания более низких доходностей по выпускам, по каким-то «техническим» причинам еще не попавшим в Ломбард, либо также как и Интегра не имеющих перспектив на это, обеспечивают привлекательность бумагам Компании, остающимся в рынке. Особенно до того момента, пока наличие обязательств перед ЕБРР заставляет Компанию поддерживать такую же как сейчас высокую платежную дисциплину. Вместе с тем, вероятность того, что, закрыв полностью обязательства перед ЕБРР Интегра может резко изменить свою кредитную политику на более агрессивную, на наш взгляд, достаточно низкая. Насколько нам удалось понять, общаясь с менеджментом, заявляя о себе, как о Компании «мирового стандарта» организации бизнеса и финансов, Интегра серьезно заботится о сформированной репутации для продолжения сотрудничества с крупными международными кредиторами.

Можно было бы сконцентрировать внимание на том, что инвесторы, остающиеся в бумагах Интегры, фактически могут «заморозить» ликвидность выпуска, ориентируясь исключительно на высокий купонный доход, однако, и при таком не очень благоприятном, на наш взгляд, «раскладе» облигации не теряют своей привлекательности на фоне преобладающей тенденции перехода на более низкие ставки.

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

ЭНЕРГЕТИКА

РусГидро: итоги первого полугодия 2009 года по МСФО. Мало актуально, учитывая аварию на Саяно–Шушенской ГЭС.

Вчера РусГидро представила итоги первого полугодия 2009 года. За отчетный период Компании удалось достичь сильных результатов по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Полугодовые данные вряд ли могут быть в достаточной степени интересны, поскольку не отражают результатов от аварии на Саяно–Шушенской ГЭС. Вместе с тем, мы считаем, что сложившийся сильный кредитный профиль Компании, несмотря на негативные августовские события, вряд ли претерпит сколь значимые изменения.

Финансовые результаты РусГидро			
млн руб.	пол.2009	пол.2008	%
Revenue	56 888	49 709	14%
Operating income	22 539	10 370	117%
EBITDA	28 699	14 961	92%
Net income	17 859	7 631	134%
% income/expenses, netto	68	-366	-119%
Operating margin	40%	21%	19%
EBITDA margin	50%	30%	20%
Net margin	31%	15%	16%

	2008	пол. 2009	%
Assets	426 371	460 262	8%
Debt	23 392	23 184	-1%
Long term debt	20 015	20 003	0%
Short-term debt	3 377	3 181	-6%
Cash and cash equivalents	24 838	39 377	59%
Debt/EBITDA	0.72	0.41	-0.31

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

За первые шесть месяцев выручка увеличилась на 14%. Основой роста стало увеличение продажи мощности, которые выросли на 56%, реализация электроэнергии была в отрицательной зоне и сократилась на 5%. Затраты генкомпании в отчетном периоде имели отрицательную динамику – «-13%» причиной тому, прежде всего стало снижение закупок электроэнергии на 4,9 млрд в первом полугодии. За счет указанных факторов РусГидро удалось существенно повысить норму прибыли. Так операционная маржа выросла с 21% в первом полугодии 2008 года до 40% в текущем году. Аналогично EBITDA margin и Net margin показывают уверенный рост.

Уровень долговой нагрузки с начала года изменился незначительно и на конец июня составил 23,2 млрд руб. (23,4 млрд руб. на начало года). Обязательства на 86% были представлены долгосрочными кредитами. За счет роста маржи соотношение Debt/EBITDA составило около 0,4х. Учитывая денежные средства и эквиваленты в размере 39,3 млрд руб. у РусГидро, чистый долг получается отрицательным. В первом полугодии объем финансирования инвестпрограммы составил 10,3 млрд руб., указанные затраты были профинансированы за счет собственных источников. В первом полугодии операционный денежный поток составил 18 млрд руб. против 12,4 млрд годом ранее.

В отчетности за 1 полугодие 2009 года РусГидро в разделе «события после отчетной даты» раскрываются некоторые цифры, относящиеся к аварии на Саяно–Шушенской ГЭС, в том числе раскрывается, что сумма основных средств и незавершенного строительства станции составляет 66 млрд руб., что составляет около 20% от балансовой стоимости основных средств. Полная ликвидация последствий ожидается в 2014 году. Напомним, что уже в 2010 году, согласно заявлению менеджмента, предполагается ввести три из десяти

гидроагрегатов по 640 МВт, что составит в сумме 1,92 ГВт или около половины от установленных мощностей. Так же раскрывается, что объем инвестиционного бюджета на восстановление поврежденного оборудования будет потрачено 40 млрд руб. Исходя из величины операционной денежного потока за первое полугодие и ликвидности в виде депозитов и банковских векселей, РусГидро вполне может профинансировать указанные средства за счет собственных источников. Однако, потребности в финансирование остальных инвестпроектов потребуют новых привлечений. Объем инвестпрограммы на следующий год утвержден в размере 80,6 млрд руб., из которых на Саяно–Шушенскую ГЭС уйдет 16 млрд руб.

В целом мы считаем, что произошедшая авария, а также планы по снижению тарифов на следующий год (–6,4%) ослабят кредитные метрики Компании, однако не значительно. Мы продолжаем высоко оценивать кредитный профиль РусГидро, особенно принимая во внимание сильные результаты полугодия, монопольное положение в секторе гидрогенерации и активную государственную поддержку Генкомпании.

Вчера торги по бонду ГидроОГК проходил с УТМ 9,23% (дюр. 532 дн.). На сложившемся уровне облигации Компании малоинтересны для покупки.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

- Вице–премьер РФ Сергей Иванов сообщил, что Минсвязь совместно с ОАО «Связьинвест» подготовит поэтапный план реализации концепции реорганизации Холдинга. Реализация этого плана позволит в течение 18 месяцев создать конкурентоспособную интегрированную телекоммуникационную структуру, представленную во всех сегментах рынка и оказывающую полный спектр услуг. При этом капитализация Компании увеличится с 240 до 410 млрд руб., а общий синергетический эффект превысит 30 млрд руб. /Прайм–ТАСС/
- Директор департамента внешних коммуникаций «Связьинвеста» Игорь Пшеничников сообщил, что правление Холдинга одобрило схему реорганизации сотовых активов. Для этих целей «Связьинвест» создаст специальную управляющую компанию, с которой межрегиональные компании связи (МРК), владеющие сотовыми активами, заключат договор на их управление. Ранее предполагалось, что все сотовые активы Холдинга и их филиалы будут выделены в отдельное юридическое лицо. Создание управляющей компании необходимо для унификации бизнес–процессов, организационной структуры, отчетности. В «Связьинвест» входят 13 региональных операторов мобильной связи, лицензионное покрытие которых охватывает 29 субъектов РФ в четырех из семи федеральных округов. Крупнейшие из них — «Уралсвязьинформ» (вместе с «дочками» обслуживает 5,95 млн абонентов) и «Нижегородская сотовая связь» (2,74 млн абонентов). Общая абонентская база — 14 млн абонентов (9% сотового рынка, по доходам — 6%). /Коммерсантъ/
- Компания МТС подала ходатайство в ФАС на приобретение 100% акций магистрального оператора «Евротела», созданного бывшим топ–менеджером РАО «ЕЭС» Леонидом Меламедом. Как раз накануне продажи владелец «Евротела» Меламед реструктурировал свой магистральный бизнес, объединив в одну компанию «Евротел» и «Энифком» (бывший ведомственный оператор РАО «ЕЭС»). По итогам 2009 года компания ожидает около 1 млрд руб. выручки. Магистральная сеть «Евротела» — 11 тыс. км, в следующем году компания запустит еще 20 тыс. км. /Ведомости, РБК daily/

РИТЭЙЛ

ДИКСИ: результаты 9 месяцев 2009 года по МСФО.

Вчера следом за Х5 опубликовала свои неаудированные консолидированные финансовые результаты за 9 месяцев 2009 года по МСФО и розничная группа ДИКСИ, которые мы оцениваем как нейтральные.

Финансовые результаты Группы ДИКСИ в 2008-2009 гг. по МСФО					
млн руб.	2008	9 мес. 2009	9 мес. 2008	9 мес. 2009/ 9 мес. 2008	9 мес. 2009/ 2008
Основные финансовые показатели					
Чистая выручка	48 325	39 622	34 594	14.5%	-
Валовая прибыль	12 542	10 613	8 632	22.9%	-
ЕБИТДА	2 811	2 124	1 891	12.3%	-
Чистая прибыль (убыток)	-324	-102	243	-	-
Чистый операционный денежный поток	2 683	303	253	19.7%	-
% расходы	580	630	408	54.4%	-
Активы	21 585	20 062	-	-	-7.1%
Дебиторская задолженность	845	1 125	-	-	33.2%
Денежные средства и их эквиваленты	1 290	425	-	-	-67.0%
Финансовый долг, в т.ч.	9 397	8 942	-	-	-4.8%
долгосрочный	7 452	3 273	-	-	-56.1%
краткосрочный	1 945	5 669	-	-	191.5%
Чистый долг	8 107	8 517	-	-	5.1%
Кредиторская задолженность	5 845	4 630	-	-	-20.8%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Валовая маржа	26.0%	26.8%	25.0%	1.8 п.п.	0.8 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	5.8%	5.4%	5.5%	-0.1 п.п.	-0.4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	-0.7%	-0.3%	0.7%	-	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.34	2.94	-	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	2.88	2.80	-	-	-
ЕБИТДА/% к уплате	4.85	3.37	4.64	-	-
Финансовый долг/Активы	0.44	0.45	-	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

В отчетном периоде Ритейлер показал неплохой рост основных финансовых показателей относительно сопоставимого периода 2008 года: чистая выручка возросла на 14,5% до 39,6 млрд руб., валовая прибыль – на 22,9% до 10,6 млрд руб., ЕБИТДА – на 12,3% до 2,12 млрд руб. Для сравнения, прирост чистой выручки Х5 в рублях за тот же период времени оказался более динамичным, составив 26% (на основе pro-forma) и 38% (на основе консолидации). Вероятно, меньший темп роста выручки ДИКСИ связан с низкоэффективными логистическими операциями Компании в данный период и менее агрессивной ценовой политикой. Добиться роста приведенных показателей ДИКСИ удалось за счет расширения торговых площадей за год на 18% до 197,4 тыс. кв.м., где доля магазинов-дискаунтеров, наиболее востребованных покупателями в текущих условиях, составила 42,6%. При этом сопоставимые продажи (LFL) Сети по итогам 9 месяцев 2009 года составили «-1%» (сокращение трафика «- 3,6%», рост среднего чека на 2,87%).

Исключением из общей тенденции роста показателей в январе-сентябре 2009 года стал конечный финансовый результат, оказавшийся в отрицательной области – у Компании был сформирован чистый убыток в размере 102 млн руб. против чистой прибыли 243 млн руб. по итогам 9 месяцев 2008 года. На этот показатель в отчетном периоде оказали заметное влияние курсовые разницы в размере 162,3 млн руб. и

начисленный налог на прибыль на сумму 290 млн руб. (254 млн руб. начислено по итогам 3 квартала 2009 года).

Эффективность деятельности Группы по итогам 9 месяцев текущего года по валовой рентабельности возросла на 1,8 п.п. к аналогичному периоду минувшего года до 26,8%, благодаря сильным результатам данного показателя во 2-ом квартале, когда он достиг 28,6% за счет оптимизации работы логистической системы, улучшения условий закупок товара и др. В 3-ем же квартале валовая рентабельность снизилась до 26,1% после того, как Компания начала реализацию агрессивной ценовой политики для увеличения оборота, что привело к негативному изменению среднего чека (снижению маржинальности). На фоне роста валовой маржи в отчетном периоде рентабельность EBITDA показала несущественное снижение на 0,1 п.п. до 5,4%, что стало отражением значительного роста расходов Группы на аренду (+32,5%), коммунальные услуги (+54,6%), а также товарных потерь, которые возросли за год на 44,4% до 728 млн руб. Увеличение данных расходов полностью перекрыло полученную экономию затрат на персонал (-5,9% квартал к кварталу), которая появилась после оптимизации в 3 квартале штата и фонда оплаты труда. Для сравнения, рентабельность EBITDA сети X5 за 9 месяцев 2009 года составила 8,4%, снизившись за год на 0,5 п.п. под давлением политики низких цен, к которой ритейлер перешел в условиях кризиса для повышения лояльности покупателей к сети. Но удержать рентабельность на хорошем для отрасли уровне X5 удалось, в том числе благодаря сокращению коммерческих и административных расходов на 11,9% к январю-сентябрю 2008 года. Отметим, что ранее менеджмент ДИКСИ сообщал о планах Компании в 2010 году добиться рентабельности бизнеса в пределах 6,5–7%.

Финансовый долг ДИКСИ по итогам 9 месяцев сократился на 4,8% до 8,942 млрд руб. относительно начала года. При этом уровень долговой нагрузки Сети в отчетном периоде, по нашим оценкам, также снизился по соотношению Финансовый долг/EBITDA до 2,9х против 3,3х по итогам 2008 года. По этому показателю сеть ДИКСИ вплотную приблизилась к X5 с уровнем долга 2,89х. В свою очередь, у X5 в конце сентября лучшим образом обстояли дела со срочностью долга – на долю обязательств до года приходилось только 31,6%. В то время как у ДИКСИ за 9 месяцев временная структура долга существенно сместилась в сторону краткосрочных обязательств – с 20,7% до 63,4% (или 5,669 млрд руб.). Основная часть короткого долга Ритейлера была представлена банковскими кредитами (около 97% или 5,499 млрд руб.). Отдельно отметим, что покрытие EBITDA процентов Компании в отчетном периоде ухудшилось с 4,85х до 3,37х, что связано с ростом процентных расходов на 54,4%. По итогам 3 квартала относительно начала года у Компании улучшилась ситуация с валютой долга. Доля обязательств в долларах сократилась до 45,3%, что уменьшает валютные риски Сети в случае девальвации рубля в будущем.

Риски рефинансирования Группы сроком до года мы считаем умеренными. Скорее всего, для исполнения обязательств по долгу и финансирования программы капитальных затрат (2 млрд руб. на начало октября) ДИКСИ придется прибегнуть к новым заимствованиям. Поскольку имеющейся наличности (425 млн руб.), незначительного операционного денежного потока (303 млн руб.) и размера свободных кредитных лимитов (в октябре менеджмент Сети сообщал о 1,2 млрд руб.), вероятно, будет недостаточно. На наш взгляд, в случае необходимости Ритейлер сможет рефинансировать свои обязательства, учитывая улучшение ситуации на рынке заимствований. Кроме того, мы считаем, что ДИКСИ может рассчитывать на поддержку со стороны акционера ГК «Меркурий».

На сегодняшний день на долговом рынке в обращении находится единственный выпуск Дикси-Финанс серии 01 объемом 3 млрд руб. (УТМ 20,55%/в марте 2011 года), который предлагает существенную премию к выпускам других ритейлеров, таких как X5 и Магнит: ИКС 5 ФИНАНС серии 01 (УТР 10,47%/оферта 8 июля 2010 года) и серии 04 (УТР 10,06%/оферта 13 июня 2011 года), Магнит Финанс серии 02 (УТМ 11,25%/погашение 23 марта 2012 года). Данный факт является следствием более слабого кредитного профиля ДИКСИ, а также отсутствием бумаг в Ломбардном списке ЦБ, как у X5. Мы считаем, что для инвесторов, склонных к риску, существующая премия может быть привлекательной.

Александр Полютков
polyutov_av@nomos.ru

Илья Ильин
ilin_io@nomos.ru

Денежный рынок

Положительная статистика еврозоны в среду поддерживала достаточно высокий курс евро, варьировавшийся в диапазоне 1,505–1,51 долл. Сегодня позитивный настрой игроков остается в силе и пара EUR/USD «штормует» новые вершины и, обновляя максимумы текущего года, торгуется в районе 1,512х.

Необходимо отметить, что ослабление доллара на международных площадках не отразилось на конъюнктуре внутреннего рынка: по итогам торгов стоимость бивалютной корзины выросла с 35,65 до 36 руб., а курс американской валюты к рублю поднялся с 29 до 29,31 руб.

На наш взгляд, основной причиной такого поведения рынка стало появление на торгах регулятора, который, «как и обещал», осуществлял вчера валютные интервенции внутри отведенного коридора 35–38 руб., выкупив порядка 0,5 млрд долл.

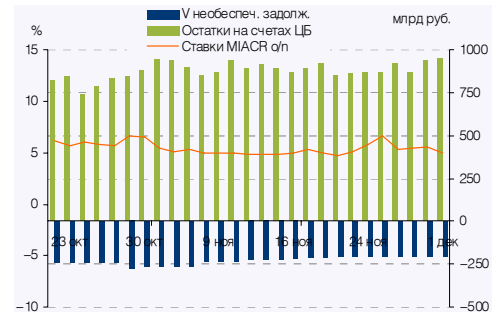
Сегодня участники, оценивая вчерашние действия Банка России, не спешат закрывать позиции в иностранной валюте, поэтому, несмотря на новые рекорды forex, укрепление рубля не выглядит слишком убедительным: с утра величина бивалютного ориентира опустилась всего на 5 коп. и сейчас находится на уровне 35,95 руб.

Оборотной стороной интервенций ЦБ становится приток ликвидности на денежный рынок. Стоимость ресурсов на межбанке постепенно снижается и вчера не выходила за рамки диапазона 3,5–5%. При этом в среду банки вернули Минфину 120 млрд руб. из ранее привлеченных на бюджетных аукционах.

Благоприятная ситуация на рынке характеризуется и низким уровнем поддержки, привлекаемой от Банка России. При достаточно крупных выплатах объем операций РЕПО с ЦБ остался на уровне предыдущего дня – менее 60 млрд руб.

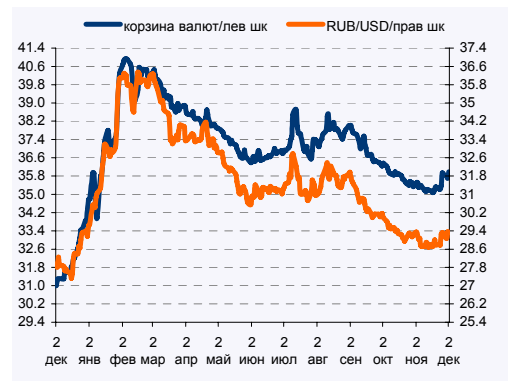
В ближайшее время мы ожидаем продолжения снижения ставок, поскольку ситуация на глобальных рынках располагает к тому, чтобы ЦБ и в дальнейшем приходилось прибегать к интервенциям, препятствуя укреплению курса национальной валюты.

Динамика самостоятельности банковской системы



Источник: Банк России

Динамика валютного курса



Источник: Bloomberg

События денежного рынка

Дата	Событие
30 ноя	беззалоговый аукцион ЦБ объемом 5 млрд руб. сроком 3 мес. уплата налога на прибыль аукцион репо ЦБР сроком на 1 год.
1 дек	беззалоговый аукцион ЦБ объемом 10 млрд руб. сроком 5 недель ЦБР проведет ломбардные аукционы на сроки полгода, год
2 дек	размещение средств с аукционов, проведенных в понедельник и вторник возврат Минфину ранее привлеченных 120 млрд руб. возврат ЦБ беззалоговых кредитов на 16,17 млн руб.

Источник: Reuters, Банк России

Долговые рынки

После довольно бодрых темпов роста во вторник вчера мировые торговые площадки выглядели не столь оптимистичными. В очередной раз о себе напомнили проблемы рынка труда в США: масштаб сокращений рабочих мест за ноябрь превысил ожидаемые уровни. Таким образом, на рынке еще преобладают опасения того, что, несмотря на постепенное восстановление, безработица может превысить сформировавшийся текущий прогноз. По предварительным оценкам, в ноябре безработица сохранилась на уровне октября – 10,2% (максимум за последние 26 лет), однако лишь завтра мы сможем узнать, насколько оправдаются ожидания.

Не произвел какого-либо яркого впечатления на участников рынка и заключительный в этом году «том» Бежевой книги. Скорее, были компилированы звучавшие ранее оценки экономической ситуации, отмечающие позитивные аспекты восстановления промышленного сектора, сектора услуг, восстановления потребительских доходов и расходов.

Динамика американских фондовых индексов по итогам вчерашних торгов сложилась разнонаправленно: DOW Jones закрылся снижением почти на 0,2%, по S&P был рост, но на уровне «погрешности» – 0,03%. Самым «прогрессивным» выглядел NASDAQ, «прибавивший» 0,4%.

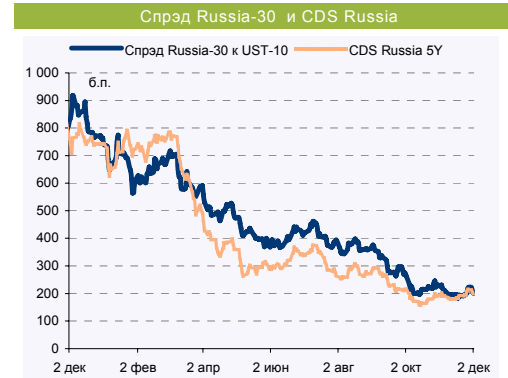
В казначейских обязательствах по итогам дня цены установились несколько ниже предыдущего закрытия, доходность по 10-летним UST увеличилась на 3 б.п. относительно закрытия во вторник до 3,31% годовых. Говорить о массивных продажах не приходится: несмотря на то, что признаки восстановления проявляются все очевиднее, поводов для поддержания «защитных» позиций тоже еще предостаточно. В частности, после произошедшего в Арабских Эмиратах появляются весьма авторитетные высказывания о том, что подобные «сюрпризы» могут появиться и из других регионов, которые на текущий момент производят впечатление «островков стабильности». Мы весьма скептически настроены относительно подобных «страшилок», однако преобладание спекулятивного спроса, обусловленного избыточной дешевой ликвидностью, подталкивает к более консервативным оценкам как корпоративных, так и суверенных рисков.

Появились первые подробности предстоящих аукционов по UST второй недели декабря – общий объем предложения новых 3-, 10- и 30-летних бумаг составит 74 млрд долл., что, как мы полагаем, и стало одним из наиболее значимых поводов для роста доходностей госбумаг.

Ситуация в российских еврооблигациях во многом была похожа на предыдущий торговый день. Суверенные бумаги Russia-30 предприняли попытку ценового апсайда до 113,5% – 113,625%, однако «застопорившись» в этом диапазоне, они не смогли продвинуться выше под прессингом сохраняющихся заявок на продажу. При закрытии торгов котировки Russia-30 были ближе к нижней границе обозначенного диапазона.

В корпоративных еврооблигациях сохраняется активность покупателей, чьи предпочтения не перестают удивлять своим постоянством: на волне

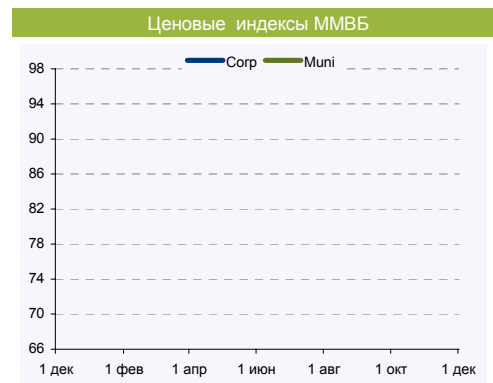
Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

спроса по–прежнему бумаги ВТБ, ТНК–BP. Вчера к ним присоединились также евробонды Транснефти, в бумагах Северстали после нескольких дней противоборства «победу» одержали покупатели.

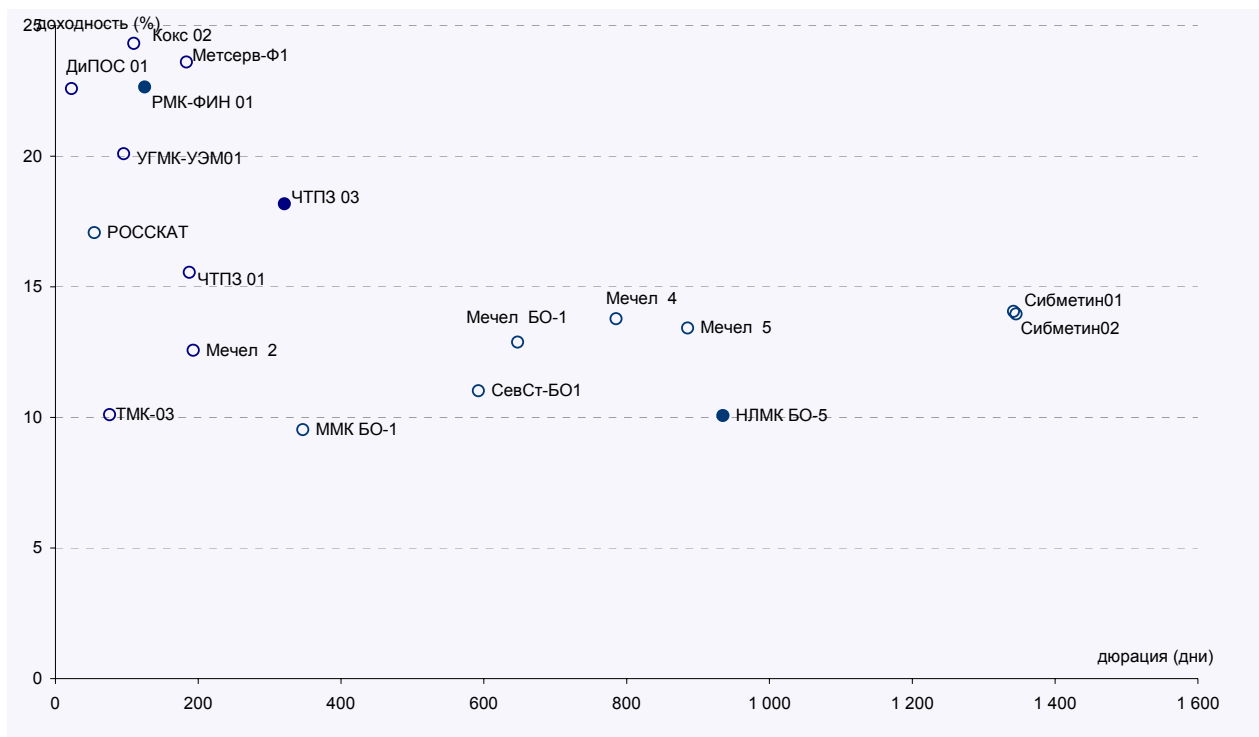
В рублевом сегменте главной интригой вчерашнего дня был аукцион по новым ОФЗ на 20 млрд руб., который, по идее, должен был продемонстрировать насколько участники рынка готовы перестроиться на новые доходности по госбумгам, а также «переключиться» на более длинную дюрацию. В результате, из предложенного объема было размещено бумаг на сумму 10,12 млрд руб., «отсечка» проходила по цене ниже номинала, однако по средневзвешенной цене удалось несколько превысить номинал, определив доходность по этой цене на уровне 8,26% годовых (погашение в ноябре 2014 года). Отметим, что такой «расклад» повлек за собой снижение доходностей не только в сопоставимых по дюрации бумагах серий 25068 (УТМ 8,31%, погашение в августе 2014 года) и 26202 (УТМ 8,28%, декабрь 2014 года), но и по более коротким бумагам. Масштабы сделок при этом были ничтожно малы, что, на наш взгляд, отражает нежелание потенциальных покупателей давать какую–то весомую премию к рынку, а со стороны тех, кто мог бы что–то продать – нежелание фиксироваться, возможно, на ожиданиях «предновогоднего ралли».

В остальном же, конъюнктура остается довольно стабильной: в центре проходящих покупок все те же имена, из ТОП–20 по ликвидности, которые прибавляют в цене умеренными темпами и на малых оборотах. Отчасти монотонность «скрашивает» первичное предложение, например, сегодня на бирже состоятся размещения бумаг МДМ–Банка, ставка купона по которым была определена в размере 12,75% годовых до погашения через 3 года, и облигаций серии 03 АФК «Система» – ставка купона 12,5% до оферты в 2012 году. Завтра очередь еще одного выпуска облигаций Мосэнерго (ставка купона определена в размере 10,25% на 3 года).

Из интересных событий сегодняшнего дня отметим также оферту по облигациям Группы Интегра, которая, планируя «удержать» в рынке как можно больше бумаг, установила купон на оставшиеся до погашения 2 года в размере 16,75% годовых.

РАЗМЕЩЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ		
Дата	Эмитент	Объем выпуска, млн руб.
2 дек	Нижегородская область	3 000
2 дек	Трансгазсервис	3 000
2 дек	ОФЗ 25071	20 000
3 дек	АФК Система-3	19 000
3 дек	МДМ БО-1	5 000
4 дек	Мосэнерго-3	5 000
ИТОГО		55 000

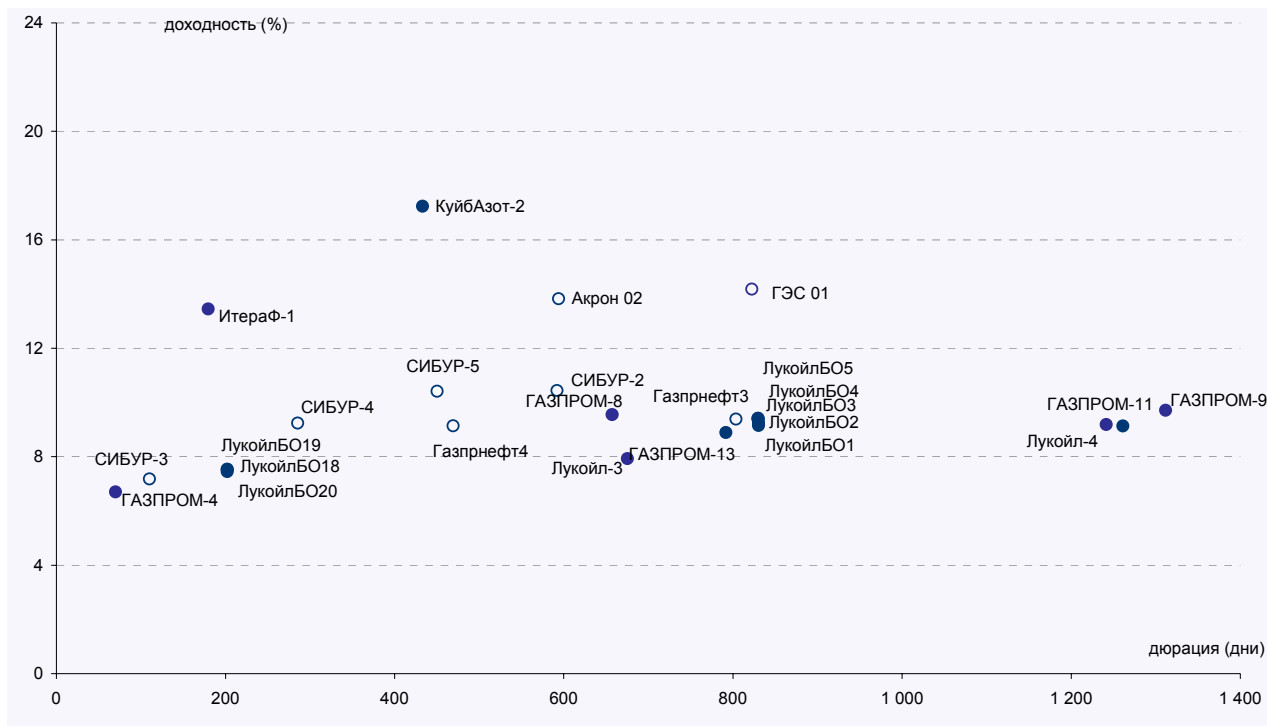
Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



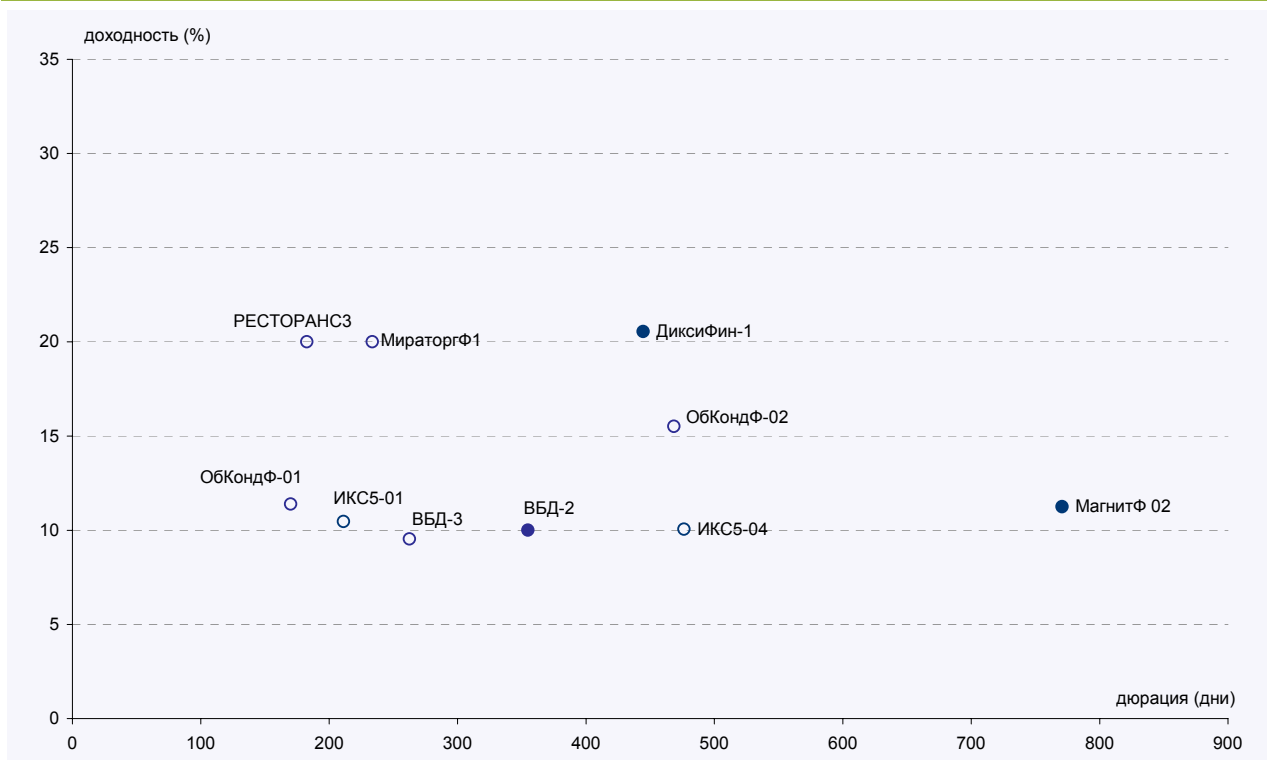
Машиностроение



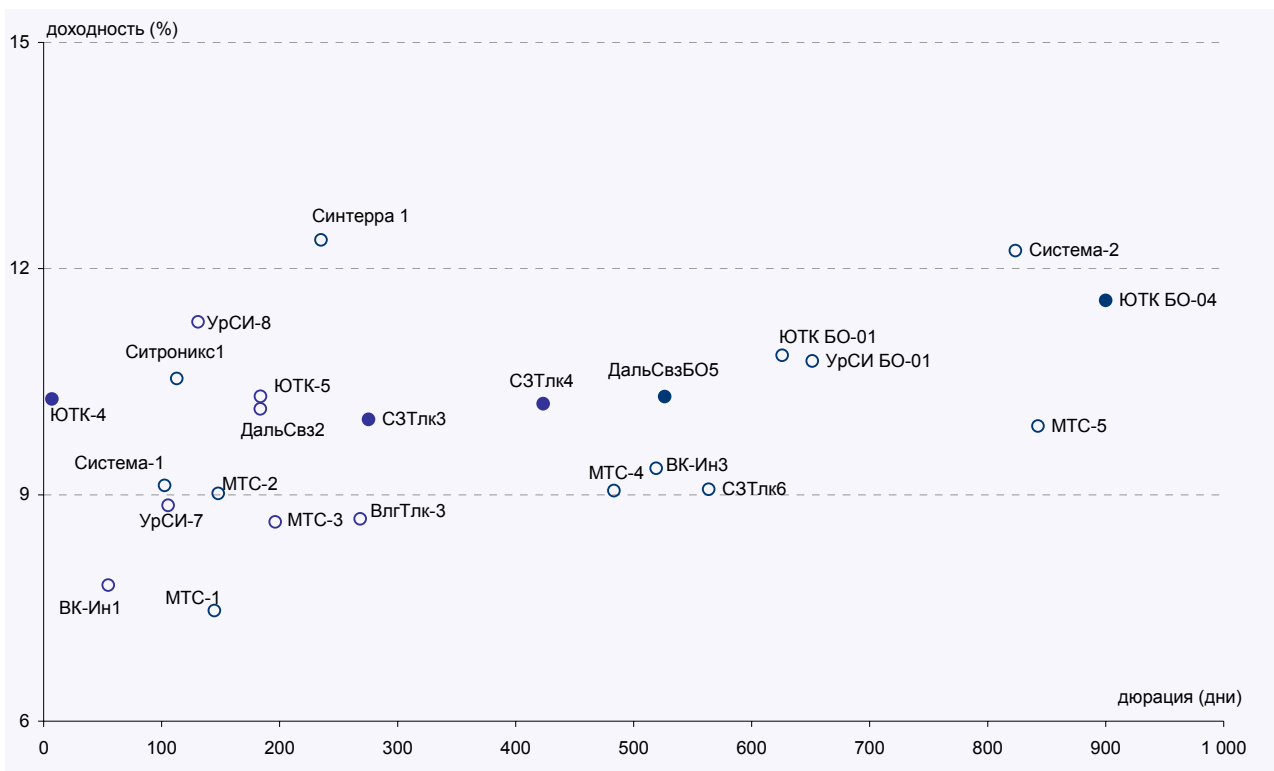
Нефтегазовый сектор, Химия



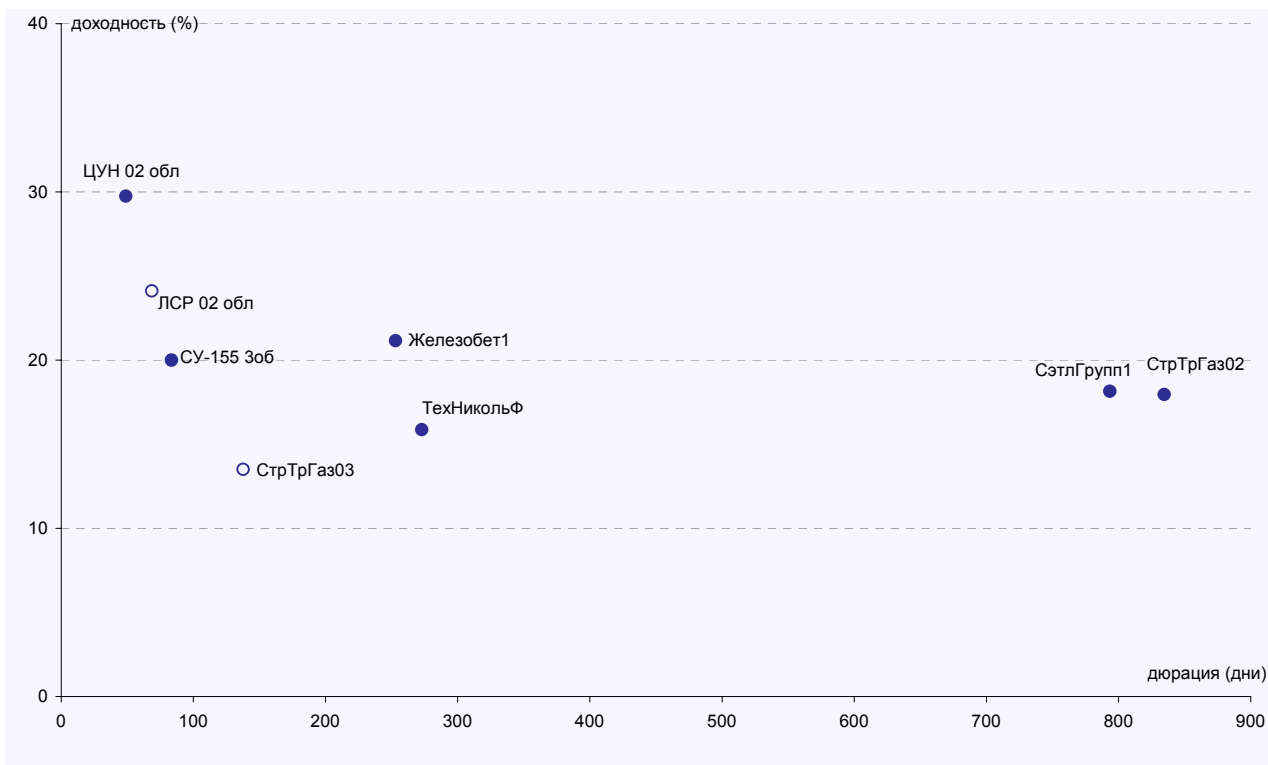
Потребсектор и АПК, Ритэйл



Телекоммуникации и медиа



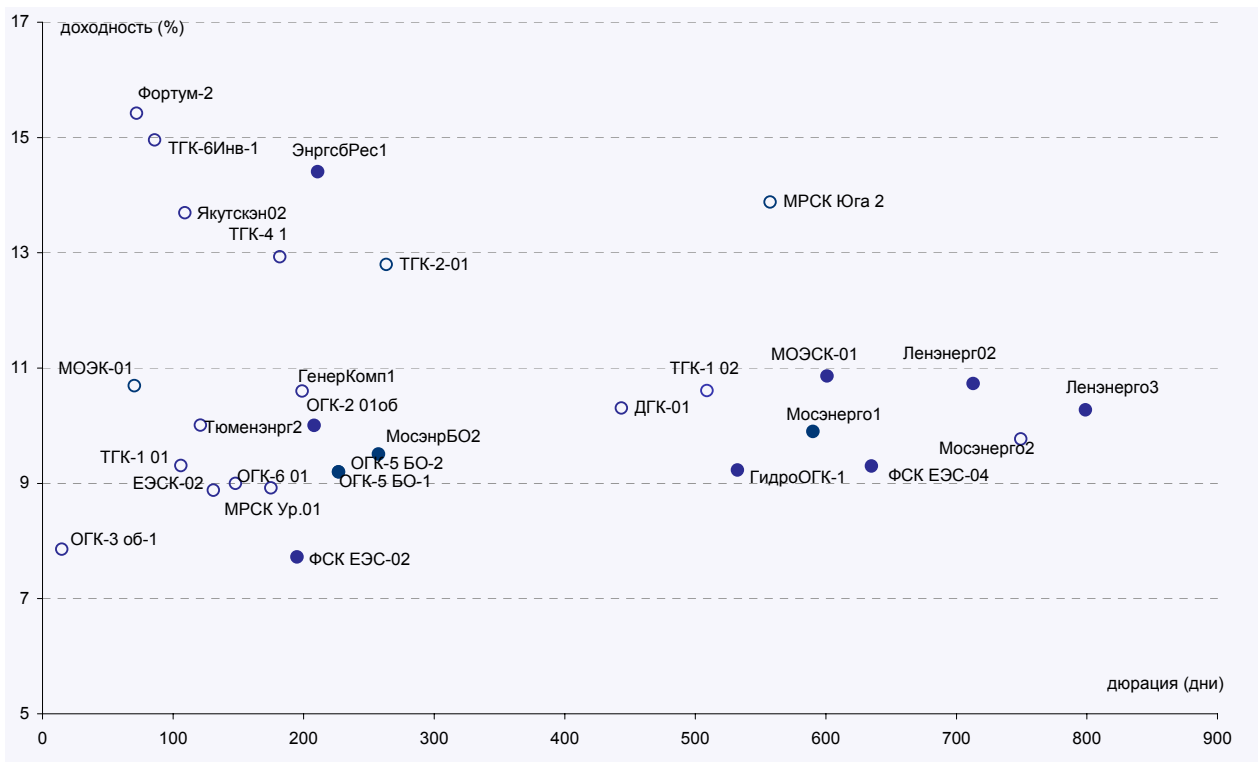
Строительство, девелопмент и стройматериалы



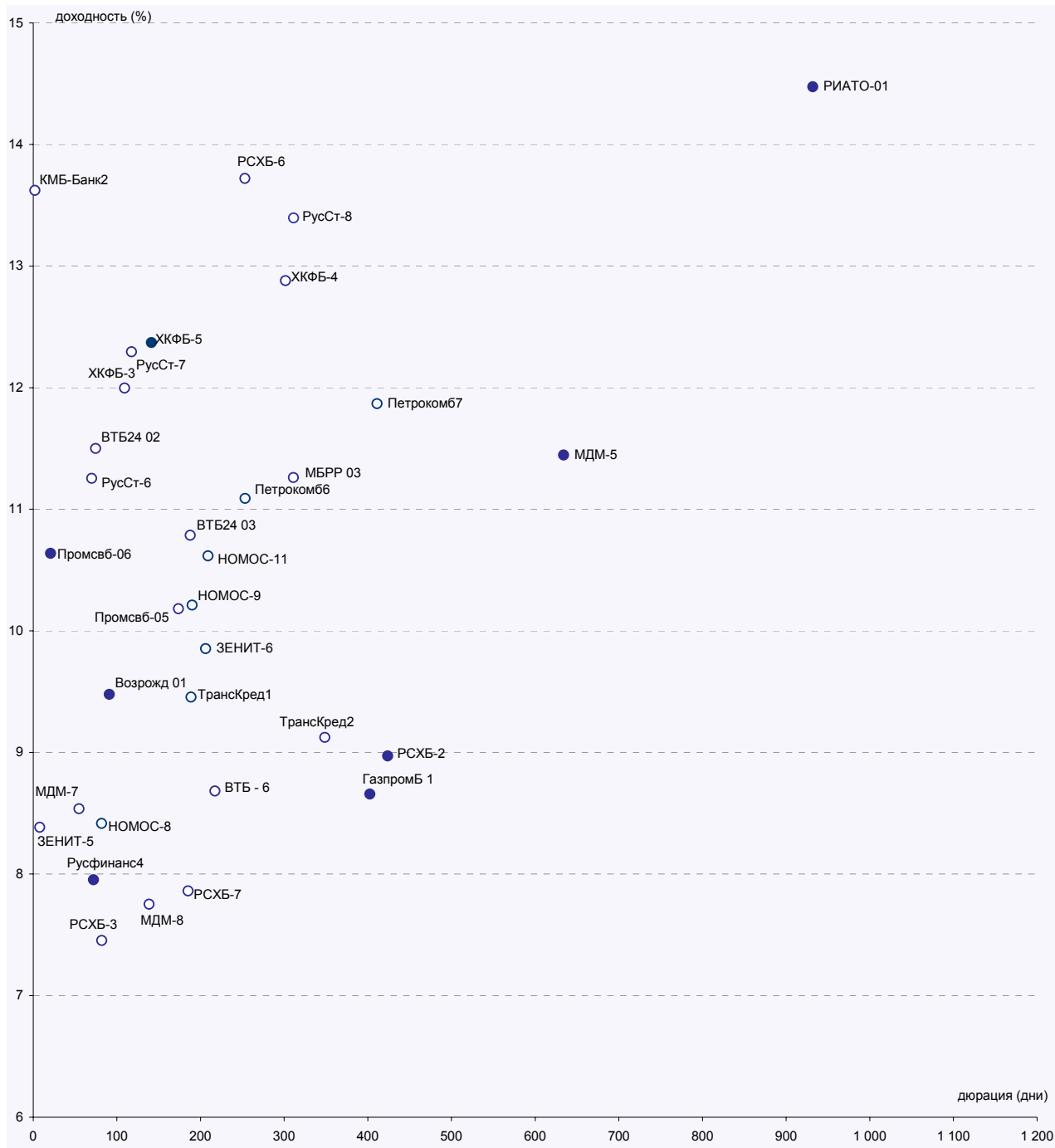
Транспорт



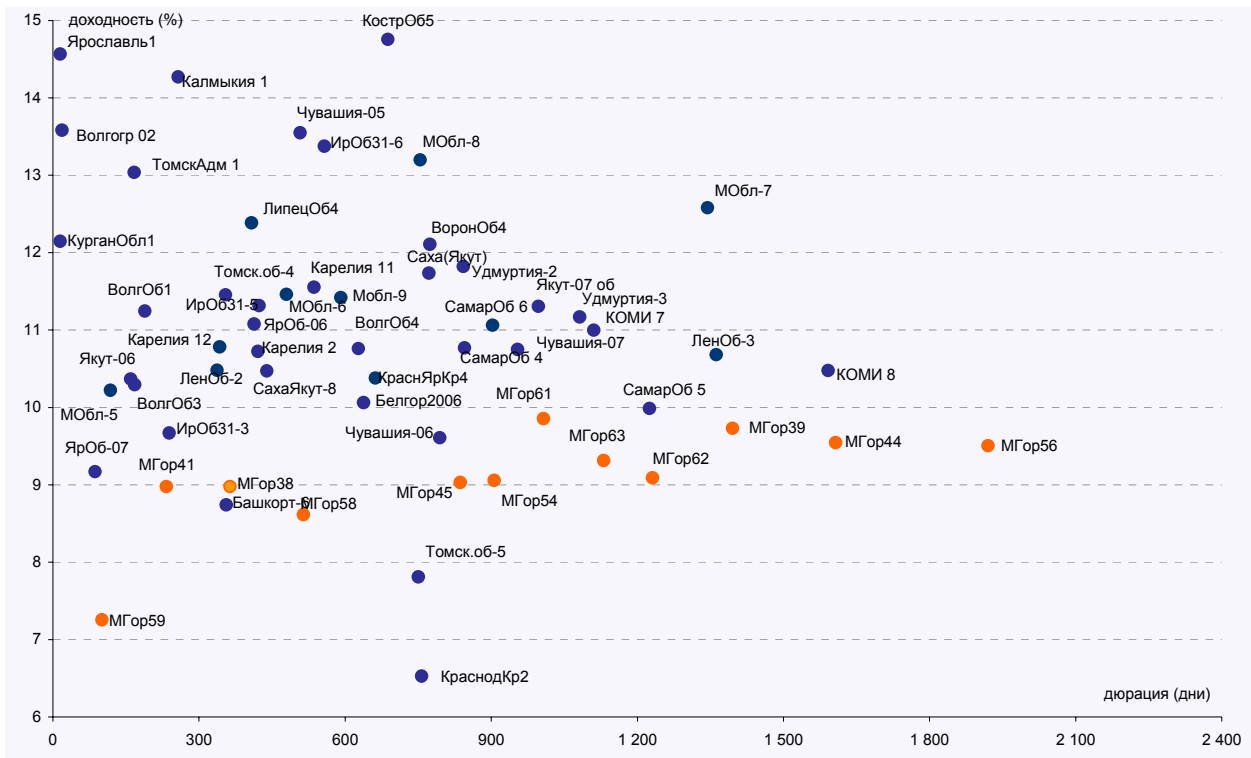
Энергетика



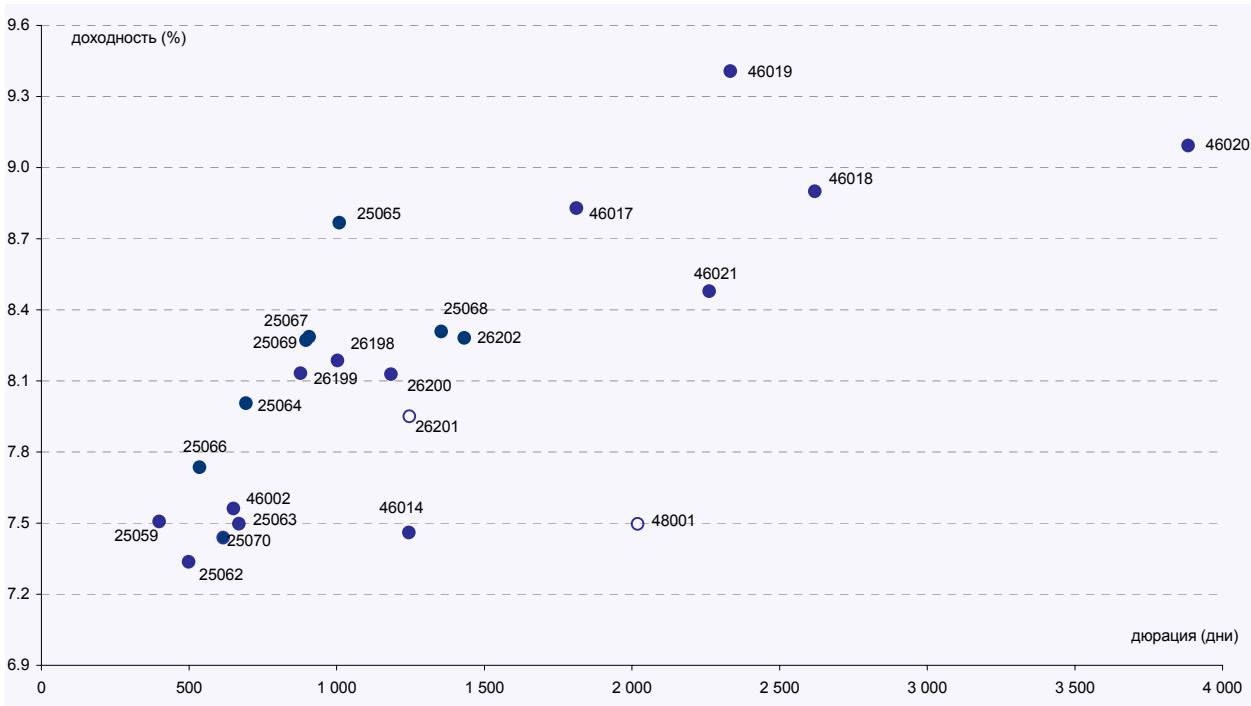
Финансовый сектор



Субъекты РФ



Облигации федерального займа



Контактная информация

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления диллинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКА и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.