

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	102.69	5.57	5.74	GAZP' 34	95.29	0.16	9.73	-4
Нефть (Brent)	104.11	6.21	6.34	Bank of Moscow 09	-	0.09	11.17	-6
Золото	889.00	20.00	2.30	UST 10	100.44	-0.16	3.82	1
EUR/USD	1.4648	-0.01	-0.85	РОССИЯ 30	104.55	-0.76	6.76	13
USD/RUB	25.0731	-0.03	-0.11	Russia'30 vs UST10	294			11
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (1.75%)	46%	4.00%		UST 10 vs UST 2	171			7
USD LIBOR 3m	3.20	-0.01	-0.39	Libor 3m vs UST 3m	236			4
MOSPRIME 3m	9.34	0.05	0.54	EU 10 vs EU 2	23			3
MOSPRIME o/n	7.42	-0.70	-8.62	EMBI Global	374.05	-1.87		-7
MIBOR, %	5.67	-1.75	-23.58	DJI	11 015.7	-3.27		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	866.50	-70.80	18.98	Russia CDS 10Y \$	266.57	3.51		-5
Сальдо лив.	-190.9	160.20	-45.63	Gazprom CDS 10Y \$	419.61	0.11		0

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Distressed market

Спрос вернулся в перепроданный первый и второй эшелоны

Оферты: предъявить все

Денежный рынок: подешевле и надолго

Краткосрочный взгляд

Глобальные рынки

Сколько стоят ипотечные облигации?

Корпоративные новости

Группа Холидей отчиталась за 1 полугодие 2008г.

ТКС Банк готов кредитовать

Распадская укрепляет финансовое положение по итогам 1-го полугодия 2008 г.

Рейтинговые действия S&P и Fitch в отношении Ренессанс Капитала

Новости коротко

Корпоративные новости

- РЖД получит финансовую поддержку из Инвестиционного фонда РФ на общую сумму 45.5 млрд руб. для реализации двух проектов. / Рейтер
- Госкорпорация «Банк развития» (Внешэкономбанк) покупает пострадавший от кризиса **Связь-Банк** и окажет ему финансовую помощь, достаточную для выполнения всех обязательств. Покупку 98 % акций Связь-Банка и программу помощи ВЭБ согласовал с Центробанком. / Рейтер
- По словам менеджера дирекции по экономике и финансам компании Алексея Лапкина, **НПО «Сатурн»** планирует погасить купон по облигациям серии 02 до конца недели. «Мы пока приняли решение не обнародовать имя контрагента, по вине которого был нарушен график выплат. Надеемся, что ситуацию с ним удастся уладить», – сказал Алексей Лапкин. / Sbonds Подробнее см наш комментарий от 23.09.2008

Ликвидность

- Совет директоров российской госкорпорации «Агентство по страхованию вкладов» принял во вторник решение снизить ставку страховых взносов банков, ежеквартально уплачиваемых в фонд страхования вкладов, с 0.13 % от расчетной базы до 0.10 %, что должно способствовать уменьшению нагрузки на банки в условиях нехватки ликвидности. Первым расчетным периодом уплаты страховых взносов по новой ставке станет 4-й квартал 2008 г. Кроме того, на заседании Совета директоров было признано возможным увеличить максимальный размер возмещения по вкладам с 400 тыс. руб. до 700 тыс. руб., а также увеличить со 100 тыс. до 200 тыс. руб. сумму вкладов, в пределах которой страховое возмещение выплачивается в размере 100 %. / Рейтер

Исполнения обязательств

- n **Банк «Тинькофф Кредитные Системы»** сообщил держателям своих облигаций, что обязательства банка по ofercie будут исполнены в срок и в полном объеме, несмотря на нестабильную ситуацию на финансовом рынке. Банку предстоит пройти offerту по дебитному займу объемом 1 005.5 млн руб. 23 октября 2008 г. / Рейтер

Начало обращения

- n С 24 сентября 2008 г. начинаются торги:
 - в котировальном списке «А1» облигациями серий 02 и 03 **АКБ «МБРР»**, облигациями серии А6 ОАО «АИЖК»;
 - в котировальном списке «Б» облигациями серии 03 ОАО «**Стройтрансгаз**». / ММВБ

Планы эмитентов

- n **ОАО «Агрика»** утвердило решение о выпуске облигаций серии 03 объемом 3 млрд руб. сроком обращения 3 года. / Cbonds

Кредитные рейтинги

- n Moody's изменило прогноз долгосрочных рейтингов по депозитам в российской и иностранной валюте 12 российских банков с «позитивного» на «стабильный». Изменения коснулись банков «Уралсиб», «Центр-инвест», **Московского кредитного банка, Инвестиционного торгового банка, «Кедр», Национального и Инвестиционного банков «Траст», НОМОС-Банка, СКБ, Транскапиталбанка, Судостроительного банка, банка «Восточный экспресс».**

Прогноз долгосрочного долгового рейтинга изменен с «позитивного» на «стабильный» для 6 банков: Московский кредитный банк, Национальный банк «Траст», НОМОС-Банк, Транскапиталбанк, Инвестиционный банк «Траст» и банк «Восточный экспресс».

- n Standard & Poor's поместило долгосрочный кредитный рейтинг контрагента «BB-» компании Renaissance Capital Holdings на пересмотр (в список CreditWatch) с прогнозом «негативный». / Standard & Poor's
- n Fitch Ratings понизило индивидуальный рейтинг Renaissance Capital Holdings Limited с уровня «C/D» до «D» и изменило прогноз по долгосрочному рейтингу дефолта эмитента группы со «стабильного» на «негативный». / Fitch
- n Standard & Poor's отозвало долгосрочный кредитный рейтинг (BB+) компании Golden Telecom Inc. по просьбе компании. / Standard & Poor's

Синдицированные кредиты

- n Номос-банк планирует привлечь синдицированный кредит на \$100 млн в октябре и погасил синдицированный кредит на \$185 млн, привлеченный в 2007 году. Средства планируется направить на финансирование экспортно-импортных операций клиентов банка. / Рейтер

Ставки купонов

- n **ОАО «СМАРТС»** определило ставку 9-го купона по облигациям 3-й серии в размере 14.1 %. Ставка 10-го купона равна 9-му. Дата исполнения ближайшей offerты – 03.10.2008. / Cbonds

Глобальные рынки

- n Японский инвестбанк Nomura Holdings покупает инвестиционный и фондовый бизнес Lehman Brothers в Европе и на Ближнем Востоке, а также его инвестиционное подразделение. Размер сделки не раскрывается. Днем ранее японский банк объявил о намерении купить азиатский бизнес Lehman за \$ 225 млн. / Bloomberg

Внутренний рынок**Distressed market**

Ликвидности на рынке облигаций по-прежнему нет. Второй эшелон можно купить с доходностью 15-30 % годовых. Если раньше говорили о distressed debt как отдельных выпусках и эмитентах, то сейчас можно говорить о distressed market в целом. Нестабильность долгового рынка – явный признак неустойчивого равновесия финансовых рынков, которое было установлено посредством инъекции денежной ликвидности.

Между тем, вчера свежая ликвидность, похоже, достигла рынка рублевых облигаций. По итогам дня можно констатировать крупные локальные сделки в перепроданных бумагах 2-го эшелона.

Спрос вернулся в перепроданный первый и второй эшелоны

В госсекторе взяли выпуск ОФЗ 46014 (+1.59; YTM – 8.41 %; -42 б. п.); в корпоративном секторе – Вымпелком-01 (14.62 %), ВТБ-Лизинг-02 (12.04 %), Объединенные кондитеры (+9.56; YTM – 11.22 %), РЖД-08 (+1.08; YTM – 11.83 %; -47 б. п.) и выпуск Система-01 (+0.5; YTM – 13.26 %). Крупные сделки прошли в кривой Газпрома и ФСК ЕЭС. В плюсе оказался даже выпуск АИЖК-06 (+1.3; YTM – 14.55 %; -37 б. п.).

Мы бы не хотели относиться к вчерашним покупкам как к общей тенденции. Спрос на перепроданный первый и второй эшелоны создают отдельные портфельные инвесторы, в то время как общие ожидания остаются негативными в связи с сохраняющейся нестабильностью на внешних рынках.

Оферты: предъявить все

Вчера состоялось исполнение оферты по выпуску Сибирьтелеком-06. По нашим оценкам, в рамках оферты оборот составил 1.89 млрд руб. (или 94.4 %) выпуска. Эмитент установил ставку купона на уровне 9.75 % годовых, что явно не вписывается текущие представления инвесторов, что нужно делать с короткими бумагами и какой должна быть доходность для эмитентов 2-го эшелона.

В понедельник мы предположили, что в текущих условиях инвесторы будут выводить средства из рынка облигаций, пока не закончилась лихорадочная распродажа портфелей. Это очень разумная стратегия. В противном случае, оставляя бумагу в портфеле, будь она длинная или короткая, есть риск получить существенный убыток уже на следующий день после выхода бумаги на рынок. Если данная тенденция сохранится еще какое-то время, эмитенты вряд ли получат возможность рефинансировать свои долги на публичном долговом рынке.

Таким образом, по итогам вчерашней оферты рынок потерял еще один довольно ликвидный инструмент – эмитента с хорошими кредитными характеристиками. Мы думаем, что данная тенденция будет продолжаться до тех пор, пока не стабилизируются внешние рынки. Мы полагаем, что завтрашняя оферта по бумагам КАМАЗ-02 (объем – 1.5 млрд руб., ставка на следующий период – 11.25 %) не станет исключением из общей тенденции. Сегодня оферту проходит банк КИТ-Финанс (объем выпуска – 2.0 млрд руб., ставка – 12.0 %). Учитывая последние события, мы воздержимся от каких-либо комментариев на этот счет.

Денежный рынок: подешевле и надолго

Ситуация на денежном рынке остается стабильной. Ставки overnight для банков первого круга снизились до 3.5-4.5 % по сравнению со вчерашними 6.5-7.5 %. Таким образом, ликвидность пришла в систему. Сегодня отрицательное сальдо банков с ЦБ составляет 72 млрд руб. по сравнению со вчерашним показателем в 318.5 млрд руб. Объем РЕПО на утреннем аукционе ЦБ – 66.5 млрд руб.

График возврата средств Минфина

Дата возврата	Объем (млн.)	Дата аукциона	Ставка, %
24.09.08	21 100	26.08.08	8.06
25.09.08	118 680	17.09.08	7.85
08.10.08	53 130	02.09.08	8.04
14.10.08	60 000	08.09.08	8.43
22.10.08	150 000	16.09.08	8.38
29.10.08	41 228	23.09.08	8.31
	444 138		

Источники: Минфин РФ, расчеты Банка Москвы

Вчера Минфин провел очередной аукцион по размещению бюджетных средств. Из предложенных 200 млрд руб. банки взяли всего 41.3 млрд руб. (21%). Средневзвешенная ставка – 8.31% годовых на срок 37 дней. По состоянию на сегодняшний день, по нашим расчетам, банки должны Минфину 774 млрд руб., а в течение месяца с небольшим должны отдать порядка 441 млрд руб. Учитывая готовность государства оказывать поддержку банковской системе, мы не видим большой проблемы в рефинансировании названной суммы.

Краткосрочный взгляд

Мы сохраняем негативный взгляд на динамику внутреннего долгового рынка в ближайшее время. Несмотря на то, что стабильность денежного рынка удалось восстановить, первопричины кризиса на внутреннем рынке неподконтрольны властям. Восстановление доверия банков друг к другу также под большим вопросом. Риск беспорядочной ликвидации позиций в рублевых облигациях одним проблемными участниками рынка крайне высок.

Егор Федоров

Глобальные рынки

Сколько стоят ипотечные облигации?

Вчера Председатель ФРС США Бен Бернанке и Министр Финансов Генри Полсон в очередной раз доказывали Конгрессу США необходимость проведения экстраординарных мер по стабилизации финансовых рынков и доказывали необходимость выделения \$700 млрд. на выкуп ипотечных облигаций.

Насколько мы понимаем, основные риски для финансовой системы состоят в том, что обсуждение проекта затянется и в вопросе цены выкупа distressed ипотечных облигаций. Минфин США и ФРС должны найти четкий баланс между ценой выкупа и спекулятивными настроениями владельцев этих бумаг. Цена, далекая от оптимальной, дестабилизирует рынки.

Кроме того, одобрение \$700 млрд. программы может привести к новой волне ослабления доллара, который потерял по отношению к евро почти 6 центов с 11 сентября и в настоящий момент торгуется на уровнях 1.46 долларов за евро.

Рынки находятся в неустойчивом равновесии. Теперь все ждут что и как быстро ответит Конгресс. Вчера доходности us-treasuries остались практически на тех же уровнях, что были достигнуты в результате распродаж. Доходность UST-10 находится на уровне 3.8% годовых.

Российские еврооблигации вчера продемонстрировали негативную динамику по итогам дня. Под горячую руку инвесторов попали банковские еврооблигации ВТБ-18 (12.94%) потеряли - 2.75%, Газпромбанк-15 (12.32%) - 2.88%. Спрэд еврооблигаций Россия-30 расширился до уровня 315 б.п.

Егор Федоров

Корпоративные новости

Группа Холидей отчиталась за 1 полугодие 2008г.

Вчера Группа компаний «Холидей» представила управленческую отчетность по итогам 1-го полугодия 2008 г. Довольно подробный пресс-релиз компании включает показатели магазинов обеих сетей – Кору и Холидей, консолидированные после их слияния в декабре прошлого года. Опубликованные результаты включают деятельность 133 магазинов, объединенных под брендами «Холидей Классик», «Кора», «Сибиряда», «Турне», «Червонец» и «Палата».

Насколько мы понимаем, основным достижением объединенной сети стало увеличение маржи за счет снижения расходов. Новая и укрупненная сеть получила больше власти над поставщиками и, похоже, смогла использовать синергетический эффект от слияния. К сожалению, в отчете отсутствует детализация в отношении того, магазины какого формата были более прибыльными, а какие – менее.

Основные моменты отчетности

- Чистая выручка Холидей (без учета НДС) в 1 полугодии 2008г. увеличилась на 35 % по сравнению с проформой за аналогичный период прошлого года и составила 10.9 млрд руб.

- Валовая прибыль выросла на 52% и достигла 2.8 млрд руб. Рост валовой маржи – с 22% до 26% обусловлен улучшением условий закупок и изменением ценовой политики.

- Рост рентабельности на уровне операционной прибыли и EBITDA был еще более впечатляющим – 200% и 146% соответственно, однако за счет снижения каких расходов произошел скачок маржи, Холидей не раскрывает.

- Чистый долг с начала года увеличился всего на 8% и достиг 7.1 млрд руб. на конец 1-го полугодия 2008г.

- Показатель Долг/EBITDA снизился с 6.0X на начало года до 5.0X на конец полугодия. Долг обходится сети довольно дорого – процентные платежи составили 430 млн руб. за полгода, показатель покрытия процентов – всего 1.8X.

- Компания подтвердила планы по допэмиссии (см. наш обзор за 9 сентября) – для финансирования инвестпрограммы в 2009-2011гг. Холидей планирует привлечь \$200 млн путем продажи пакета акций стратегическому инвестору.

- Портфель недвижимости компании включает 73 объекта, в том числе 60 магазинов, 3 торговых центра, распределительный центр, офисные, складские и другие помещения. Рыночная стоимость объектов (кто проводил оценку, нам неизвестно) составляет 8.8 млрд руб. В залоге находится 52% недвижимости Группы.

- В начале 2008г. Холидей обещал устроить в этом году снижение долговой нагрузки за счет продажи объектов недвижимости по схеме sale-lease-back. Пока мы не увидели информации по подобным сделкам.

Финансовые показатели Группы Холидей, млн руб.

	6M2007 проформа	6M2008	Изменение
Выручка	8 632.5	10 877.0	26.0%
Валовая прибыль	1 873.3	2 836.0	51.4%
Операционная прибыль	192.0	591.0	207.7%
ЕБИТДА	315.0	775.0	146.0%
Чистая прибыль	29.3	117.0	400.0%
Валовая рент-ть	21.7%	26.1%	4.4%
Операционная рент-ть	2.2%	5.4%	3.2%
Рент-ть по EBITDA	3.6%	7.1%	3.5%
Чистая рент-ть	0.3%	1.1%	0.7%

Источники: управленческая отчетность, оценки Банка Москвы

Резюме

С точки зрения кредитного качества результаты Холидея довольно нейтральны – при невысоком темпе роста выручки (30-40% по итогам полугодия – средний показатель у крупнейших ритейлеров), Группе удалось увеличить маржу. В то же время, долговая нагрузка остается высокой, а покрытие процентов – слабым.

Как и большинство ритейлеров, до сих пор Холидей активно развивал девелоперское направление, занимаясь строительством супермаркетов и торговых центров. Если раньше такой сценарий инвесторов не слишком пугал, поскольку маржа этого бизнеса значительно выше чем в ритейле, а особых проблем с финансированием и реализацией объектов не было, то сейчас риски девелоперов принимать на себя никто не хочет. И тот факт, что у компании в портфеле недвижимости находится несколько строящихся объектов, вовсе не добавляет ей привлекательности как заемщику.

Рекомендации

Через ofertу выпуску облигаций Холидей объемом 1.5 млрд руб. придется пройти уже через две недели. Эмитент заявляет, что готов к прохождению офферты и уже давно активно аккумулирует средства на своих счетах.

Ставка купона на следующий период установлена в размере 13%, однако очевидно, что в текущих условиях размер ставки купона для эмитентов 2-3 эшелона не имеет абсолютно никакого значения. На наш взгляд, в текущих условиях даже 20-30% не способны бы были убедить инвесторов сохранить риск третьего эшелона у себя. Нам иногда кажется, что даже объяви нормальный эмитент ставку купона в 50%, участники принесут все бумаги эмитенту, даже не моргнув при этом глазом.

Для того чтобы определить привлекательный уровень доходности второго – третьего эшелона, необходимо для начала, чтобы цепочка евробонды-ОФЗ-1 эшелон нащупала дно, пока мы этого не видим, а значит определить потолок доходности для третьего эшелона пока невозможно.

Анастасия Михарская

Финансовые показатели Группы Холидей, млн руб.

	2007	6М2008
Выручка	18 555.0	10 877.0
Валовая прибыль	4 232.0	2 836.0
ЕБИТДА	1 118.0	775.0
Чистая прибыль	146.0	117.0
Активы	14 300.0	15 179.0
Долг	6 757.0	7 796.0
Чистый долг	6 600.0	7 124.0
СК	-	4 596.0
Валовая рент-ть	22.8%	26.1%
Рент-ть ЕБИТДА	6.0%	7.1%
Долг/Выручка*	36.4%	35.8%
Долг/ЕБИТДА*	6.0	5.0
Чистый долг/ЕБИТДА	5.9	4.6
ЕБИТДА/Проценты	н.д.	1.8
Долг/Активы	47%	51%
Долг/СК	-	1.7
Долгоср. долг/ Долг	н.д.	52%

* в годовом выражении

Источники: Холидей, оценки Банка Москвы

ТКС Банк готов кредитовать

Вчера основатель и совладелец банка Тинькофф Кредитные Системы – Олег Тиньков – выступил с заявлением, что банк готов пройти офферту по выпуску облигаций объемом чуть более 1 млрд руб., которая состоится 10 октября 2008г. Более того, Тиньков объявил, что на счетах банка в настоящий момент находится более 2 млрд руб. свободных средств, и банк готов кредитовать другие кредитные организации, если, конечно, ТКС банк сочтет условия кредитования привлекательными.

В условиях крайней нестабильности на финансовых рынках заявление о готовности пройти офферту эмитентом не выглядит необычно и вовсе не свидетельствует об ожидаемых проблемах у банка. Впрочем, в случае ТКС Банка, возможно, такие опасения у многих участников все возникли.

С другой стороны, довольно странным выглядит наличие подобной подушки ликвидности, учитывая размер активов ТКС Банка (2.4 млрд руб. на начало 2008г.). Все средства ТКС Банк планировал направить на развитие своего бизнеса, откуда у банка появился подобный объем свободных денежных средств, остается только гадать. Возможно, не обошлось без личного капитала г-на Тинькова.

Несмотря на всю эпатажность громкого заявления, мы склонны верить Тинькову на слово, и считаем, что у держателей довольно высоки шансы получить свои средства обратно в ходе офферты. К тому же, по нашим ощущениям, в рынке находится совсем небольшая часть этого небольшого выпуска, поэтому реклама устойчивости банка носит в первую очередь характер PR-акции, а не информативный характер. Кстати, ставка купона на следующие периоды по выпуску еще не определена.

Анастасия Михарская

Распадская укрепляет финансовое положение по итогам 1-го полугодия 2008 г.

Вчера Распадская (-/Ba3/B+) опубликовала заведомо сильную отчетность по МСФО за 1-е полугодие 2008 г. От этого ключевые финансовые показатели не кажутся менее впечатляющими. EBITDA margin компании достигла 72 % (!), долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась до 0.2х, а операционный денежный поток превысил 55 % от совокупной выручки. Практически вся величина долга представлена долгосрочными кредитами и займами.

Мы сочли бессмысленным сравнение показателей первой половины 2008 г. и сопоставимого периода 2007 г. – слишком уж кардинально различаются важнейшие составляющие выручки. Так, если за 6 месяцев 2007 г. средневзвешенная цена на уголь составляла \$ 65 за тонну, то годом позднее средняя цена превысила \$ 140 за тонну. Отметим лишь, что продажи угля в натуральном выражении упали на 23 %. Официальная версия – задержки в перемонтаже производственных мощностей. Ранее компания говорила о том, что реализация угля по итогам 2008 г. будет на 14 % меньше, чем за календарный 2007 год.

В связи с расследованием ФАС в отношении угольно-металлургических компаний в августе 2008 г. Распадская добровольно снизила цены на уголь для реализации на внутреннем рынке с 5.5 тыс. руб. до 5.3 тыс. руб. за тонну с 1 сентября 2008 г. При этом 5.3 тыс. руб. – это почти \$ 210 за тонну при текущем курсе доллара, что на 50 % выше средней цены в 1-м полугодии с. г., а это позволяет нам утверждать, что текущий рекорд по операционной и чистой рентабельности будет побит компанией по итогам 2008 г. По нашим оценкам, выручка компании достигнет \$ 1.75 млрд при увеличении EBITDA margin до 75 %.

Напомним, что по итогам проверки ФАС Распадская была оштрафована на сумму всего в 117 млн руб., что абсолютно нематериально для бизнеса компании. Любопытно, что сумма штрафа уже отнесена на финансовые результаты 1-го полугодия 2008 г.

Мы считаем, что кредитный профиль Распадской силен как никогда. При этом надеяться на положительные рейтинговые действия со стороны Fitch и Moody's, демонстрирующих в текущих условиях повышенную осторожность и консервативность, едва ли стоит. По крайней мере, по итогам финансовой отчетности за 2008 год реакция агентств выглядит более вероятной. В текущих условиях мы воздерживаемся от рекомендации «покупать» еврооблигации Rspadskaya 2012 (12.86 % по цене ниже 85 % от номинала): на рынке есть на порядок более привлекательные варианты для bottom fishing с меньшей дюрацией. Чисто теоретически текущие котировки потенциально делают досрочный выкуп облигаций весьма интересной опцией для компании.

Леонид Игнатьев

Ключевые финансовые результаты Распадской

МСФО, \$ млн	2003	2004	2005	2006	2007	1П 2008
Выручка	131	392	549	472	778	607
EBITDA	52	192	233	222	494	436
EBIT	9	155	203	153	355	368
Чистая прибыль	2	106	132	100	239	262
Совокупный долг	10	44	64	352	347	327
Чистый долг	-5	-4	37	303	265	216
Собственный капитал	-74	-42	-6	858	1 070	1 262
Всего активы	221	354	421	1 502	1 726	1 938
OCF	126	129	117	143	413	351
Сарех	н.д.	н.д.	н.д.	179	328	151
EBITDA margin (%)	39.7%	49.1%	42.5%	46.9%	63.5%	71.8%
Чистая рентабельность (%)	1.6%	27.0%	24.1%	21.1%	30.7%	43.2%
EBITDA/проценты (x)	44.7	40.8	41.2	12.6	18.7	46.9
Долг/EBITDA (x)	0.2	0.2	0.3	1.6	0.7	0.4
Чистый долг/EBITDA (x)	-0.1	0.0	0.2	1.4	0.5	0.2
Долг/Активы (x)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Долг/Собственный капитал (x)	-0.1	-1.1	-11.4	0.4	0.3	0.3
Долгосрочный долг/ Долг (%)	30%	98%	27%	8%	89%	92%

Источник: данные Распадской, расчеты Банка Москвы

Рейтинговые действия S&P и Fitch в отношении Ренессанс Капитала

Вчера Fitch понизило индивидуальный рейтинг инвестиционной компании «Ренессанс капитал» (BB-/Ba3/BB-) с C/D до D и изменило прогноз по рейтингу дефолта эмитента со «стабильного» на «негативный». Вечером агентство S&P поставило долгосрочный кредитный рейтинг «Ренессанс капитала» на пересмотр в сторону понижения (Rating Watch Negative).

Мы внимательно прочли пресс-релизы обоих агентств. Честно говоря, аргументация их рейтинговых действий, а, самое главное, выбранное время вызывают небольшое недоумение. Мотивы пересмотра (или возможного пересмотра) рейтингов компании и у того, и у другого агентства схожи. Это и атака на бизнес-модель инвестиционного банка в текущих условиях, и проблемы с ликвидностью и фондированием в связи с высокой волатильностью рыночной конъюнктуры. S&P также говорит о потенциальных убытках от торговых операций с ценными бумагами.

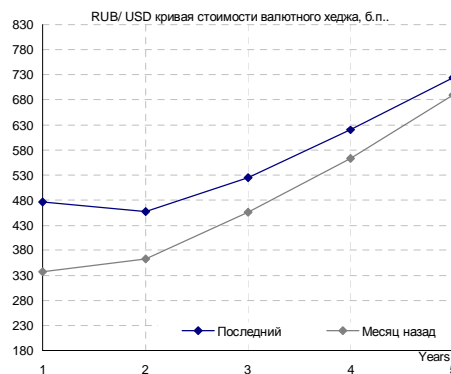
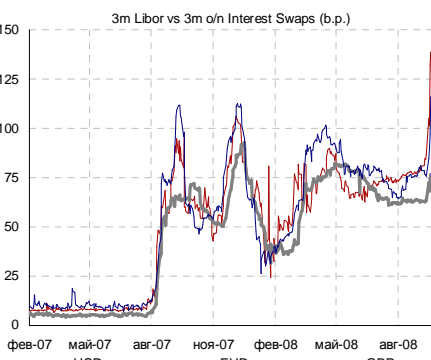
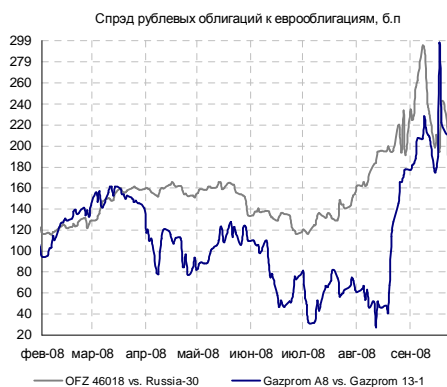
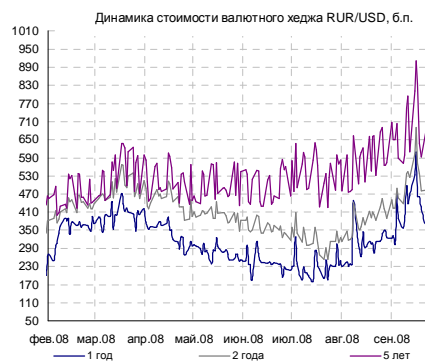
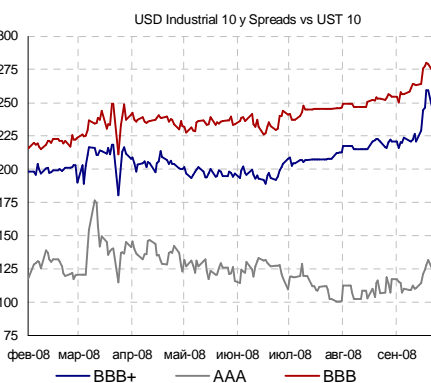
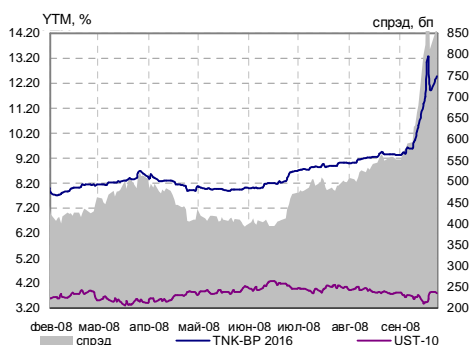
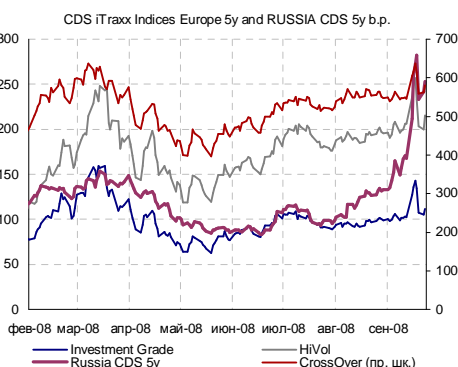
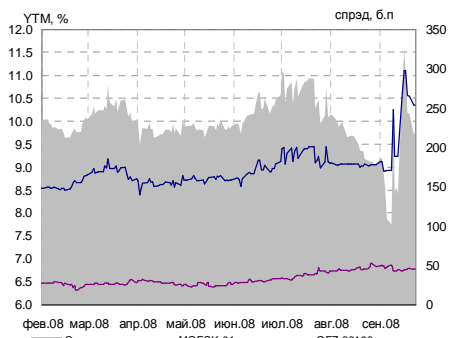
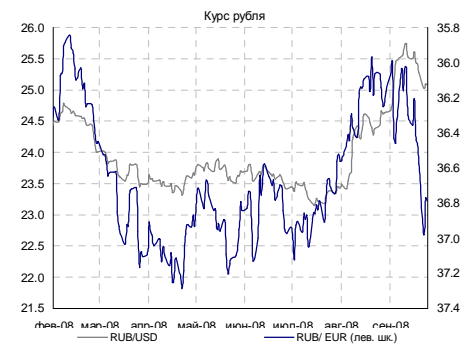
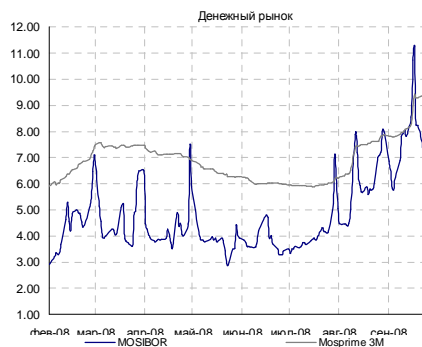
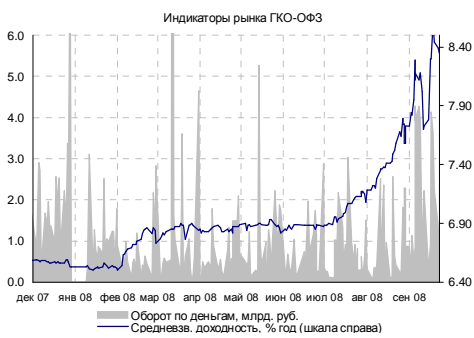
Нам непонятно, почему эти рейтинговые действия сделаны на следующий день после объявления о вхождении группы «ОНЭКСИМ» в капитал компании. На наш взгляд, группа «ОНЭКСИМ» Михаила Прохорова на текущий момент является одним из самых сильных негосударственных инвесторов в России с точки зрения ликвидности и объема денежных средств. Казалось бы, приход такого акционера должен был наоборот успокоить рейтинговые агентства. Например, в пресс-релизе Fitch изменения в структуре акционерного капитала трактуются в основном как свидетельство финансовых проблем компании, а фактор поддержки со стороны «ОНЭКСИМа» как-то уходит на второй план.

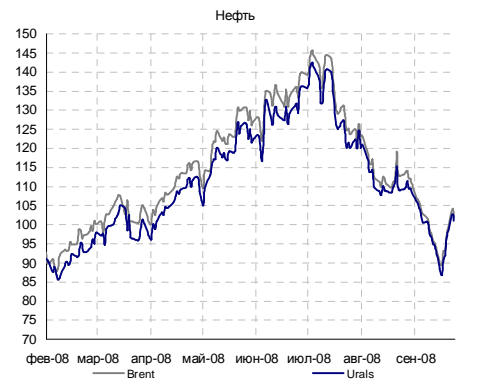
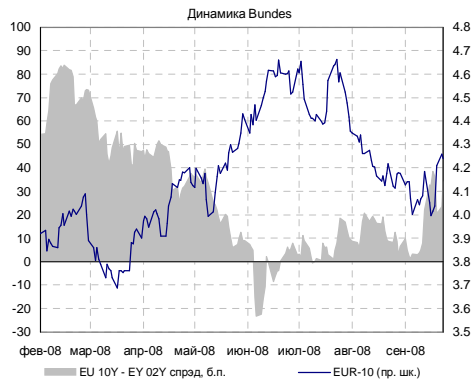
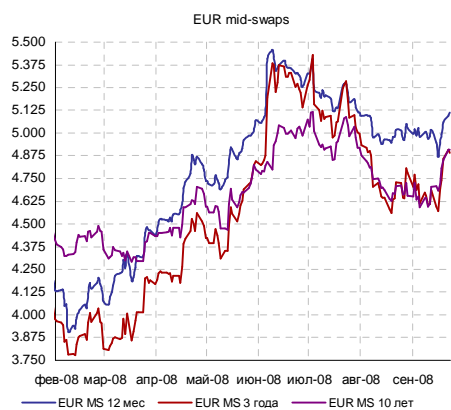
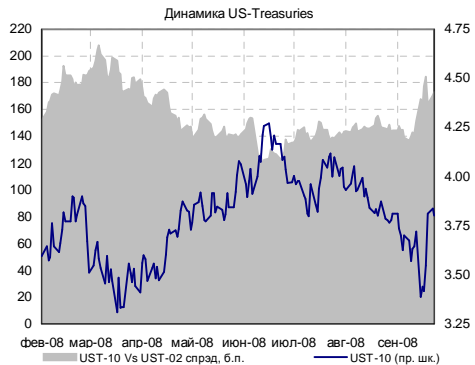
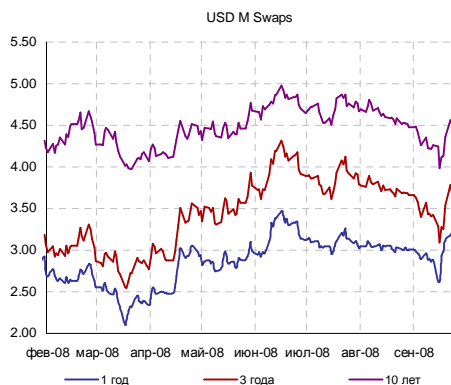
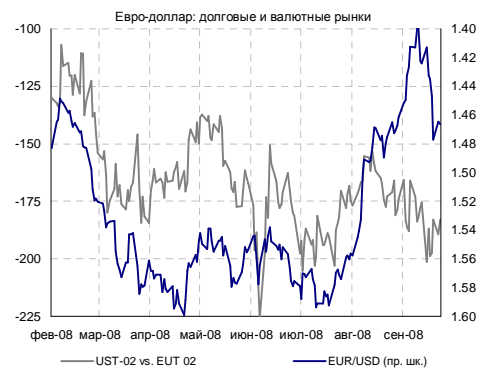
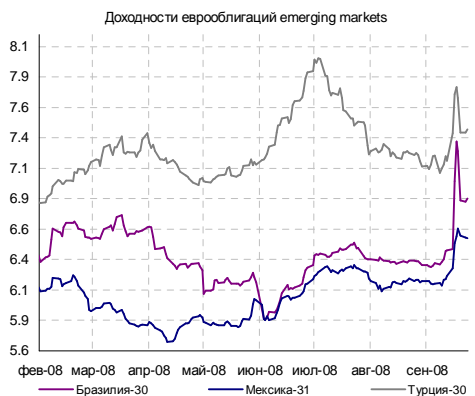
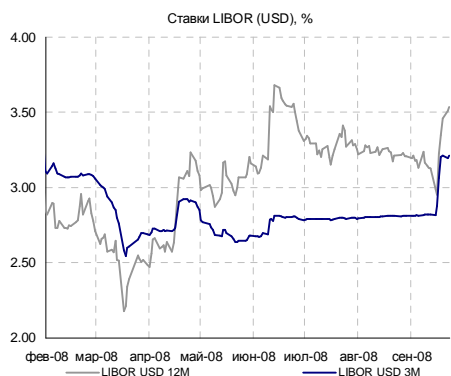
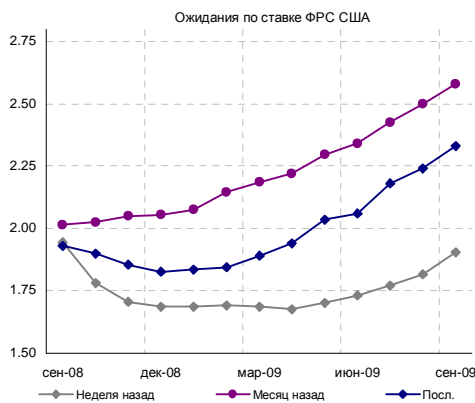
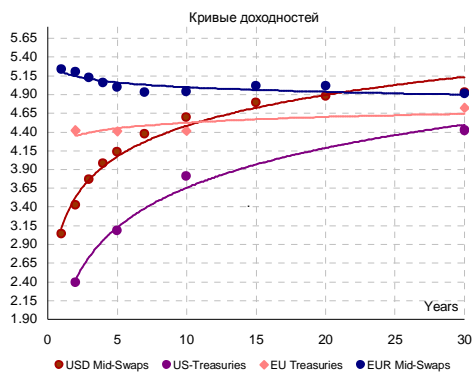
Если озабоченность S&P и Fitch вызывает атака на бизнес-модель инвестиционного бизнеса и риски ликвидности, когда российский фондовый рынок достиг «пика своей волатильности», то было бы логично осуществить вчерашние действия на прошлой неделе (четверг-пятница), когда обрушился рынок РЕПО, на сайте ММВБ появились «черные» списки должников и признаки проблем наметились в Инвестиционном банке КИТ Финанс. И почему тогда действия агентств не затронули другие рейтингуемые инвестиционные компании, например Тройку Диалог, для которой операции с ценными бумагами, очевидно, тоже являются одним из основных видов деятельности?

Любопытно, что пресс-релиз от S&P датирован 22 сентября 2008 г., однако был разослан инвесторам только после 18:00 МСК 23 сентября 2008 г. В текущих условиях, как нам кажется, участники рынка ожидают несколько большей оперативности получения информации.

Нам кажется, что Fitch и S&P проявляют избыточную консервативность и осторожность в своем подходе. Мы считаем, что кредитные риски компании после появления нового, финансово сильного акционера и внесения им в капитал \$500 млн стали меньше, поэтому не видим фундаментальных причин для дополнительного давления на котировки еврооблигаций RenCap 2009 и рублевых облигаций аффилированного розничного банка Ренессанс Капитал. УТР по самому ликвидному выпуску РенКап-3 вчера превысила 30%.

Леонид Игнатьев





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ

02.10.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
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	АВТОВАЗ601	1 000	Погаш.	-100	1 000
СЕГОДНЯ	Киров.зд1	1 500	Оферта	100	1 500
СЕГОДНЯ	ЭлемЛиз-01	600	Оферта	100	600
25.09.2008	НОК-02	400	Оферта	100	400
27.09.2008	ТамбОбл-1	400	Погаш.	-	400
30.09.2008	НацКап-01	3 000	Оферта	100	3 000
30.09.2008	СевКаб 03	1 500	Оферта	100	1 500

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

** с учётом прошедших амортизаций

Статистика США

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

Календарь размещений

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

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

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