

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	95.84	4.69	5.15	GAZP' 34	96.00	0.00	9.57	0
Нефть (Brent)	97.44	6.27	6.88	Bank of Moscow 09	-	-0.01	12.51	4
Золото	884.50	-20.50	-2.27	UST 10	100.63	-1.96	3.80	-1
EUR/USD	1.4109	0.00	0.12	РОССИЯ 30	101.90	-0.35	7.19	6
USD/RUB	25.6285	-0.02	-0.06	Russia'30 vs UST'10	339			-19
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (1.75%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	186			-6
USD LIBOR 3m	4.05	0.17	4.38	Libor 3m vs UST 3m	315			-39
MOSPRIME 3m	9.11	0.13	1.45	EU 10 vs EU 2	54			0
MOSPRIME o/n	8.00	0.21	2.70	EMBI Global	442.39	0.52		2
MIBOR, %	7.96	0.00	0.00	DJI	10 850.7	4.68		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	883.30	56.30	-6.07	Russia CDS 10Y \$	279.17	3.34		3
Сальдо ливв.	-141.4	-71.30	101.71	Gazprom CDS 10Y \$	442.49	0.07		0

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

Внешний негатив сильнее  
Window dressing не забыт

### Инструментарий

Индексы рынка облигаций – Bank of Moscow Bond Index (BMBI)  
Примеры использования индексов

### Глобальные рынки

План Полсона: надежда умирает последней  
EM качаются на волнах

### Корпоративные новости

Синергия: кредит под 30% и результаты за 1 полугодие  
АФК «Система» хочет продать пакет акций Связьинвеста  
«Дочка» Сибура и Amtel-Vredestein прекратили переговоры о слиянии  
Ежегодная пресс-конференция Moody's в Москве  
Девелоперские компании снова в центре внимания  
Сибирьтелеком: невпечатляющие результаты за 1 полугодие

## Новости коротко

### Главные новости

По словам Улюкаева, период проблем на глобальном рынке длится уже 15 месяцев и продлится еще столько же. Внешнее финансирование для участников рынка в этот период будет затруднительно, «если не невозможно, в течение следующих 15 месяцев». / REUTERS

### Технический дефолт

ООО «Радионет» допустило технический дефолт при выплате дохода по первому купону облигаций 2-й серии, сообщили в ИФК «РИГрупп Финанс», которая является организатором выпуска. Выплата первого купона должна была состояться 24 сентября. Эмитент произвел выплаты 26 сентября. / Интерфакс

Синдицированные кредиты

- n **Газпром отказался от кредита на сумму \$4.2 млрд для покупки 20% доли Газпромнефти** и заморозил эти планы из-за неблагоприятных рыночных условий. / REUTERS

Корпоративные новости

- n **Газпром намерен рефинансировать и погасить из собственных средств большую часть привлеченных в 2007 году кредитов.** К концу 2008 года Газпром рассчитывает снизить соотношение общий долг/EBITDA, характеризующий уровень долговой нагрузки, до уровня 0,9х. В течение 2002-2006 годов этот показатель снизился с 2.13х до 1.12х, однако по итогам 2007 года он возрос до 1.69х. Среднее значение этого коэффициента по развивающимся рынкам составляет 1.1х. / Интерфакс
- n **Сделка M&A сорвана из-за неблагоприятной конъюнктуры долговых рынков.** Нефтехимическая компания Сибур-Русские шины и производитель шин Amtel-Vredestein прекратили переговоры о слиянии. Одним из условий слияния было привлечение около \$50 миллионов с долгового рынка, однако этому помешал финансовый кризис. / REUTERS
- n **Мегафон** подал ходатайство в ФАС о покупке 100% ОАО «СМАРТС». / REUTERS

Ставки купонов

- n Ставка 5-8-го купонов по облигациям ООО «ЕДИНАЯ ЕВРОПА» серии 01 составила 11% годовых. / Cbonds

Инфраструктура

- n **ФСФР приняла ряд решений по изменению правил работы бирж** для стабилизации фондового рынка. Биржевые торги будут приостанавливаться при отклонении технического индекса на 10% при открытии к уровню закрытия. Ранее торги должны были приостанавливаться при изменении индекса на 12%. Также, биржевые торги будут приостанавливаться при отклонении текущего уровня технического индекса к уровню открытия на 5% вместо прежних 8%. / Интерфакс
- n Минфин проведет обмен ОФЗ серии 46020 на ОФЗ серии 25063. Обмен облигаций будет проводиться путем проведения аукциона по размещению ОФЗ выпуска 25063 в объеме 9,6 млрд. руб. среди владельцев выпуска 46020. / REUTERS.

Синдицированные кредиты

- n **Газпром отказался от кредита на сумму \$4.2 млрд для покупки 20% доли Газпромнефти** и заморозил эти планы из-за неблагоприятных рыночных условий. / REUTERS

Планы эмитентов

- n **Банк ЗЕНИТ** готовит разместить два выпуска рублевых облигаций на 3 и 5 млрд. руб. сроком 5 лет. / REUTERS

Кредитные рейтинги

- n Moody's понизило долгосрочный рейтинг **Тюменьэнергобанка** в иностранной и в местной валюте до "Caa2" с "B3", поместив их в список на пересмотр с возможностью понижения, понизило рейтинг финансовой устойчивости до "E" с "E+", прогноз стабильный. / REUTERS
- n **Риски девелоперов.** Российские девелоперские компании сталкиваются с серьезными сложностями с ликвидностью. / Fitch. Сегодня агентство проводит конференс-колл с инвесторами и аналитиками.

Глобальные рынки

- n **Ставки на глобальных рынках продолжают расти.** Средняя ставка предложения кредитных ресурсов членами Европейской банковской федерации EURIBOR на 1 месяц выросла во вторник до 5.05%. Согласно данным Европейской банковской федерации, это рекордное значение показателя за все время подсчета. / Интерфакс, Bloomberg
- n **США остаются тихой гаванью?** Несмотря на нестабильность глобальных финансовых рынков, инвестиции в США остаются самой безопасной опцией для инвесторов. За неделю, закончившуюся 24-м сентября, инвесторы вывели из фондов акций и облигаций, инвестирующих в emerging markets еще порядка \$9.5 млрд. и перевели около \$10 млрд. в фонды акций США и \$11 млрд. в фонды денежного рынка. / Emerging Portfolio Fund Research

**Внутренний рынок****Внешний негатив сильнее**

Во вторник биржевые торги перешли в режим tailor-made – теперь до особого распоряжения ФСФР торговая сессия может продлеваться до 19:00., что и было сделано вчера. С утра торги на рынке рублевого долга были приостановлены в связи резким падением на рынке акций (вслед за Америкой), в итоге торги фактически начались только в 12:30.

Можно с сожалением констатировать, что слабый оптимизм, связанный с новыми мерами Правительства РФ, направленными на стабилизацию финансовых рынков (подробнее см. наш ежедневный обзор от 29.09.2008), сошел на нет, едва начавшись. Основная причина – паника на глобальных рынках, обусловленная голосованием Конгресса США против плана Полсона. В итоге внешний негатив, принявший колоссальные масштабы, перевесил внутренний позитив. Тем не менее, мы полагаем, что, когда пожар, охвативший глобальные рынки, удастся хоть как-то локализовать, оглашенные в понедельник беспрецедентные меры Правительства РФ должны оказать благотворное влияние на рынок.

**Window dressing не забыт**

Картина рынка, сложившаяся по итогам вчерашнего дня, выглядит весьма разнообразно: в последний день месяца не обошлось без традиционного window dressing – целый ряд бумаг по итогам 2-3 сделок закрылся на 4-5, а в отдельных случаях и 10 фигур выше закрытия предыдущего дня. Что касается ликвидных выпусков, большинство из них закрылось в минусе. В частности Газпром-А4 с погашением в феврале 2010 г. потерял 0.86 %, доходность выросла до 9.08 % (+71 б. п.). Котировки Мосэнерго-01 с офертой в сентябре 2009 г. снизились на 0.31 %, доходность поднялась до 12.44 % (+43 б. п.). ТрансКредитБанк-03 с офертой в январе 2010 г. потерял 0.7 %, доходность подскочила до 16.92 % (+671 б. п.)

На денежном рынке ситуация несколько ухудшилась. Объем средств, предоставленных ЦБ коммерческим банкам в рамках операций прямого РЕПО, составил 129.55 млрд руб. против 120.29 млрд руб. в понедельник и 87.56 млрд в пятницу. Впрочем, эти цифры пока далеки от наблюдавшихся буквально неделю назад пиков и в рамках масштабной программы по урегулированию кризиса ликвидности на российском рынке больших опасений не вызывают.

*Наталья Ковалева*

## Инструментарий

**Индексы рынка облигаций – Bank of Moscow Bond Index (BMBI)**

Вчера Банк Москвы объявил о запуске семейства индексов рынка облигаций – Bank of Moscow Bond Index (BMBI). Индексы BMBI призваны стать надёжным и удобным инструментом анализа долгового рынка для инвесторов, аналитиков и эмитентов облигаций.

- Запущена линейка из более 50 (фактически 56) индексов по рублевым облигациям;
- Осуществлен полномасштабный запуск индексов корпоративных облигаций по секторам, эшелонам, отраслям.
- Запущен расчет индексов рублевых облигаций в зависимости от дюрации.
- Впервые осуществлен запуск индексов рублевых облигаций, основанных на кредитном рейтинге эмитента по версии S&P, Moody's, Fitch
- стандартный индекс включает расчеты следующих показателей :
  - ценовую динамику, динамику полной доходности, динамику доходности, волатильность доходности, динамику дюрации, динамику индекса спреда, динамику оборачиваемости, капитализацию
  - Каждый индекс имеет скользящий состав бумаг, который используется для расчета показателей.
  - Состав бумаг, включаемых в каждый индекс, определяется исходя из ликвидности, и пересматривается ежедневно.
  - На основе индексов по рейтингам рассчитывается справедливая стоимость долга в зависимости от срока (модельные кривые).
  - Эмитент с кредитным рейтингом, может оценить справедливую стоимость долга на рынке облигаций в зависимости от срока заимствования.
  - Инвестор, на рынке облигаций получает возможность быстрой оценки relative value рейтингованных эмитентов.
  - Индексы рассчитаны на широкий круг инвесторов, эмитентов, кредитных организаций, портфельных управляющих, кредитных аналитиков и стратегов, т.е. абсолютно всех участников российского долгового рынка.
  - История индексов ведется с начала 2007 года. Любой инвестор, эмитент или аналитик может оценить насколько изменились рублевые ставки по секторам, отраслям, эшелонам с начала мирового кредитного кризиса, насколько выросли ставки с момента распродаж, какова справедливая доходность 3-х летних облигаций эмитента с рейтингом «BB» их отрасли «Розничных сетей». Как изменились доходности облигаций строительных компаний?

Индексы BMBI будут транслироваться в открытом режиме и обновляться один раз в сутки. Доступ к индексам открыт на сайте Банка Москвы в разделе финансовой аналитики: <http://www.mmbank.ru/analytics/>. Весь индексный инструментарий заключен в одном файле, который можно легко скачать с сайта Банка Москвы:

<http://www.mmbank.ru/content/files/BMBI.zip>.

Все материалы, касающиеся нового продукта Вы можете найти здесь:

<http://www.mmbank.ru/analytics/dolg/index/>

По всем вопросам использования файла вы можете обращаться в отдел анализа долговых рынков по адресам: [Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru) или [Fedorov EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

*Егор Федоров*

## Примеры использования индексов

Пример 1: Динамика средневзвешенной доходности эмитентов нефинансового сектора с рейтингом «BB+»



Индекс. Дох-ти	
Послед.	13.58
Изм.	б.п.
D	88
W	131
M	430
3M	445
6M	430
YTD	609
MTD	430
QTD	445

Источники: ММВБ, Банк Москвы

Пример 2: Анализ динамики показателей срочных индексов

## Динамика срочных индексов по эшелонам (29.08.08-30.09.08)

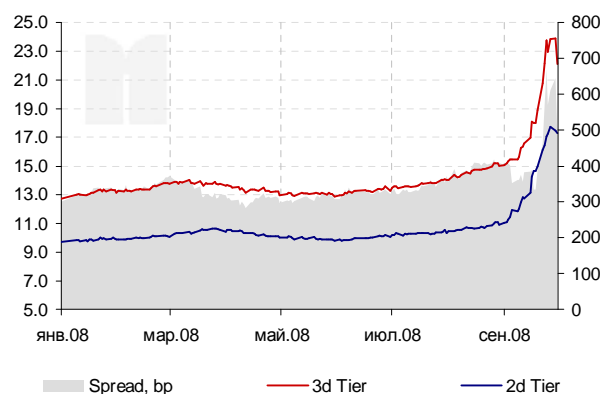
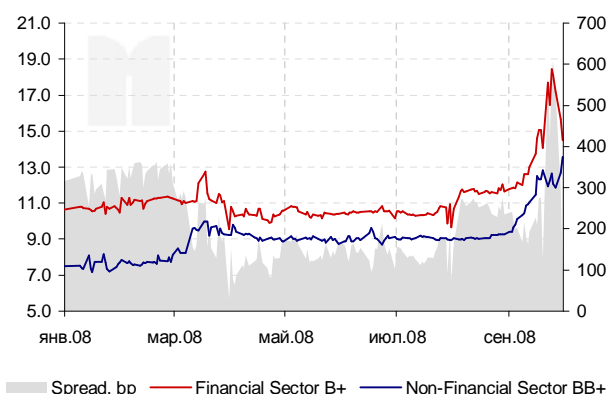
Сегмент	30.09.08						Динамика индексов (29.08.08-30.09.08)				
	Объем, млн. руб.	Капитализация	Tot.return	YTM, %	M.dur	Spread	Ценовой	TR	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch., b.p.
Blue chips	325 286	308 390	0.93	11.00	1.64	403	-1.87	-1.10	-12.52	158	223
Blue chips (менее года)	130 846	128 522	-0.12	10.91	0.55	422	-1.58	-0.75	-8.56	189	288
Blue Chips (более года)	194 440	179 868	1.69	11.02	2.43	384	-2.50	-1.76	-20.02	127	160
2-й эшелон	476 108	449 120	0.42	17.30	0.83	1 055	-4.36	-3.48	-39.70	561	639
2-й эшелон (менее года)	355 351	338 594	0.17	18.36	0.55	1 166	-3.89	-3.01	-34.31	641	731
2-й эшелон (более года)	112 900	102 901	0.60	14.28	1.71	737	-6.31	-5.45	-62.14	275	328
3-й эшелон	271 319	258 852	0.71	22.08	0.57	1 539	-3.13	-1.99	-22.70	620	706
3-й эшелон (менее года)	242 225	230 894	0.93	22.77	0.49	1 609	-3.24	-2.10	-23.99	665	756
3-й эшелон (более года)	23 000	22 112	-0.80	15.48	1.44	869	-3.21	-2.07	-23.56	120	170

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Пример 3: Анализ динамики спредов доходности между различными индексами

Спред доходности нефинансового сектора рейтингов «BB+» и «B+»

Спред и доходность между вторым и третьим эшелонам



Доходность за последние 20 торговых дней\*

	Last	average deviation	min	max
Financial Sector B+	14.47	14.47	2.20	18.47
Non-Financial Sector BB+	13.58	11.59	1.12	13.58
Spread, bp	89	288	162	89

\* 30.09.08

Доходность за последние 20 торговых дней\*

	Last	average deviation	min	max
3d Tier	22.08	18.78	3.22	23.89
2d Tier	17.30	14.37	2.28	17.72
Spread, bp	477	441	109	335

\* 30.09.08

**Глобальные рынки****План Полсона: надежда умирает последней**

На внешних рынках торги проходили под флагом «план Полсона не приняли». Ставки на денежном рынке (как overnight, так и одно- и трехмесячные) устремились к новым высотам. Однодневный US Libor взлетел до абсолютного максимума за весь период подсчета – 6.88 %, аналогично – одномесячный Euro Libor, достигнувший 5.05 %. Однодневный Euro Libor взлетел до годового максимума – 4.45 %.

Евросоюз в необычно резких выражениях выразил свое недовольство по поводу отклонения Конгрессом плана Полсона. По мнению ЕС, США должны взять на себя ответственность и принять необходимые меры для урегулирования глобального кризиса. ЕС «надеется, что власти США будут действовать быстро». Одновременно на рынке появились спекуляции на тему того, что Центральным банкам не избежать снижения базовых ставок.

Весьма вероятно, что крайне болезненная реакция рынков в конечном итоге будет способствовать принятию долгожданного плана. Продолжение обсуждений должно начаться уже сегодня. Возродившиеся надежды на принятие долгожданной программы уже спровоцировали рост азиатских фондовых рынков и снижение котировок US treasuries. С утра 10-летние UST торгуются с доходностью 3.8 %.

Также вчера не обошлось без новостей о «спасении» очередных финансовых организаций и новых действий ЦБ, направленных на урегулирование кризиса. Франко-бельгийская финансовая компания Dexia получила 6.4 млрд евро от правительств Бельгии, Франции и Люксембурга (3 млрд, 1 млрд и 376 млн евро соответственно) и подконтрольных им организаций (французская Caisse des Depots). Центробанк Гонконга предоставит банкам дополнительную ликвидность в условиях кредитного кризиса, спровоцировавшего резкий отток средств с депозитов одного из крупнейших банков города.

**EM качаются на волнах**

Доходность еврооблигаций Россия 30 вчера взлетела до 7.4 % – максимума с сентября 2004 г. Динамика движения котировок российских бумаг сейчас полностью соответствует общим настроениям на emerging markets. Мощная волна «бегства в качество», прокатившаяся в понедельник, сегодня с утра сменилась «волной надежды». В результате утром EMBI+ спрэд сузился на 21 б. п., EMBI+ Russia спрэд – на 20 б. п. Доходность еврооблигаций Россия 30 опустилась до 7.21 %. Спрэд 5-летних CDS на российский риск сейчас составляет 262 б. п., что очень близко, но все же несколько ниже недавних максимумов (282 б. п. в середине сентября).

На фоне крайне высокой неопределенности можно сказать только, что «качка на волнах» вместе с остальными EM – наиболее вероятный сценарий развития событий на ближайшее время.

*Наталья Ковалева*

## Корпоративные новости

**Синергия: кредит под 30% и результаты за 1 полугодие**

По информации газеты Ведомости, дочерние компании Группы Синергия привлекут кредит ВТБ общим объемом 350 млн руб. под ставку 30%. Заемщиком выступит компания «Уралалко», а пользоваться кредитной линией смогут ЛВЗ «Хабаровский», ОАО «Уссурийский бальзам» и одноименная торговая сеть, а также мясокомбинат «Находкинский».

Довольно странно при этом, что в качестве цели аккумуляции ликвидности совладелец компании указывает купонные выплаты – 22 октября Синергии предстоит выплатить купон по первому выпуску облигаций на сумму 62.3 млн руб.

Скорее всего, здесь произошло какое-то недоразумение, и привлеченные средства все же планируется потратить на прохождение оферты, а столь небольшой платеж по купону не может заставить компанию привлекать финансирование под столь высокую ставку. К тому же сумма платежа существенно превышает необходимый объем, а доступ к финансированию со стороны других дочерних компаний был бы и вовсе не нужен. На наш взгляд, ставка в 30% может быть стоимостью бланкового бридж-кредита для Синергии в текущих условиях.

**Результаты по итогам 1 полугодия 2008г.**

Появление новости о кредите совпало с публикацией консолидированной отчетности Группы по итогам 1 полугодия 2008г. Мы приводим основные моменты опубликованного отчета.

- Выручка выросла на 55% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и достигла 7.2 млрд руб. Органический рост выручки составил 29%.

- Валовая прибыль выросла на 81%, рост операционной прибыли и EBITDA был менее значительным в том числе за счет роста коммерческих расходов и административных расходов. Маржа EBITDA немного снизилась – 15.5% до 15.1%.

- Главной и неприятной новостью для держателей облигаций Синергии стал стремительный рост долговой нагрузки компании. Краткосрочный долг вырос почти в 5 раз (!) и по итогам 1 полугодия 2008г. составил 6.6 млрд руб. (в том числе 2 облигационных займа на общую сумму 3 млрд руб.). Насколько мы понимаем, часть долга может быть представлена займами от связанных сторон, выданными компании в целях финансирования сделок m&a, однако размер этих обязательств нам неизвестен.

- Рост долга был обусловлен агрессивной стратегией Синергии на рынке M&A: в июне этого года Группа приобрела ООО «Дальневосточный логистический центр».

- Обращаем ваше внимание на то, что в отчете облигационные займы компании отнесены к долгосрочному долгу, хотя оферты по обоим выпускам пройдут в октябре 2008г. и январе 2009г.

- В относительном выражении объем долга не выглядит столь критично – показатель Чистый долг/EBITDA составил 2.4X, увеличившись по сравнению с 1.8X по итогам 2007г. В условиях стабильной ситуации на финансовых рынках такое значение считалось бы невысоким.

- Покрытие процентных платежей осталось на хорошем уровне, однако, учитывая, что средняя процентная ставка по банковским кредитам составляла 11-13%, однако покрытие процентов будет в дальнейшем слабеть.

**Финансовые показатели Группы Синергия, МСФО, млн руб.**

	6М2007	6М2008	Изменение
Выручка	4 649.0	7 200.0	54.9%
Валовая прибыль	1 429.0	2 581.0	80.6%
Операционная прибыль	621.0	966.0	55.6%
EBITDA	720.0	1 084.0	50.6%
Чистая прибыль	380.0	567.0	149.2%
Валовая рент-ть	30.7%	35.8%	5.1%
Операционная рент-ть	13.4%	13.4%	0.1%
Рент-ть по EBITDA	15.5%	15.1%	-0.4%
Чистая рент-ть	8.2%	7.9%	-0.3%

Источник: Группа Синергия

## Финансовые показатели Группы Синергия, МСФО, млн руб.

	2007	6М2008	Изменение
Выручка	11 352.0	7 199.6	
Валовая прибыль	1 589.3	2 581.3	
ЕБИТДА	1 802.7	1 083.7	
Чистая прибыль	896.3	566.8	
Активы	14 582.8	18 936.5	30%
Долг	3 674.1	7 716.5	110%
Долгосрочный	2 298.7	1 072.4	-53%
<b>Краткосрочный</b>	1 375.4	6 644.1	383%
Чистый долг	3 228.2	6 509.8	102%
СК	7 061.8	7 599.6	8%
Валовая рентабельность	14.0%	35.9%	
Рентабельность ЕБИТДА	15.9%	15.1%	
Долг/Выручка*	32.4%	42.9%	
Долг/ЕБИТДА*	2.0	2.8	
Чистый долг/ЕБИТДА*	1.8	2.4	
ЕБИТДА/Проценты	3.9	3.7	
Долг/Активы	25%	41%	
Долг/СК	0.5	1.0	
Долгоср. долг/ Долг	63%	14%	

\* в годовом выражении

Источники: Группа Синергия, оценки Банка Москвы

## Резюме

В целом результаты Группы выглядели бы очень позитивно, ведь рост долга сопровождается внушительным ростом выручки и прибыли компании. Омрачает картину существенный рост краткосрочного долга в условиях кризиса. Мы надеемся, что в ходе сегодняшней телеконференции менеджмент предоставит детальную информацию о планах прохождения офферт по займам. Пока же мы воздерживаемся от негативных рекомендаций по облигациям Синергии, финансовая устойчивость которой до сих пор не вызывала у нас серьезных опасений.

*Анастасия Михарская*

### АФК «Система» хочет продать пакет акций Связьинвеста

АФК «Система» (ВВ/Ва3/ВВ-) может продать 25% + 1 акция Связьинвеста его «дочке» — Ростелекому, пишут сегодняшние «Ведомости», ссылаясь на 3 источника, близких к Системе. Система просит за пакет \$2.1 млрд: \$1.1 млрд она хочет получить наличными, еще \$1 млрд приходится на 5-летний кредит Сбербанка, взятый в 2007 г. под залог бумаг Связьинвеста, обязательства по нему перейдут к покупателю.

Появившуюся информацию мы связываем с тем, что около месяца назад министерство массовых коммуникаций и связи РФ заявило, что не готовится к приватизации Связьинвеста. По нашему мнению, АФК «Система» с момента приобретения блокпакета госхолдинга фиксированной связи рассчитывала на контроль над этим активом. В условиях когда некая определенность в отношении Связьинвеста складывается не в пользу холдинга Владимира Евтушенко, намерение выйти из актива мы расцениваем в позитивном ключе для Системы и его дочерних компаний.

Другое дело, что пока намерения Связьинвеста официально не приняты (вопрос стратегии российского монополиста фиксированной связи будет рассматриваться на собрании Совета директоров, намеченном на 5 декабря 2008 г.) и, более того, ценовые ориентиры исходят с одной стороны в качестве неофициальной информации, учитывать потенциальное влияние этой сделки на кредитоспособность мы считаем очень преждевременным.

Еврооблигации Sistema 2011 сейчас предлагают 12.50% при дюрации чуть более 2 лет. Мы считаем их непривлекательными для покупок.

*Леонид Игнатьев*

### «Дочка» Сибур и Amtel-Vredestein прекратили переговоры о слиянии

Amtel-Vredestein и 100% дочерняя компания Сибур Холдинга (-/Ва2/ВВ) – «Сибур - русские шины» – прекратили переговоры об объединении активов, так как до 30 сентября 2008 г. не были реализованы действия, принятые в ходе соглашения, заключенного в июне текущего года (источник Reuters).

Мы считаем, что сделка потерпела фиаско, во-первых, из-за возросшего нежелания Сибур брать на себя очень высокие долговые обязательства Amtel-Vredestein, риски рефинансирования которых в текущих условиях выросли кардинально, во-вторых, из-за технической невозможности Amtel-Vredestein разместить допэмиссию своих акций в том числе среди сторонних инвесторов. Наконец, в связи с падением рынка акций старые условия сделки носили, очевидно, откровенно невыгодные для Сибур характер.

Новость носит крайне негативный оттенок для кредиторов Amtel-Vredestein, в то время как для кредитоспособности Сибур данная M&A как минимум нейтральна. Для Amtel-Vredestein продажа бизнеса крупному профильному игроку на рынке автомобильных шин была чуть ли не единственной возможностью избежать банкротства, вызванного беспрецедентным ростом долга на фоне убыточной операционной деятельности. Для Сибур такая сделка могла бы способствовать завоеванию лидирующей рыночной доли на национальном рынке шинной продукции на фоне относительно небольшого отвлечения денежных средств из компании.

Мы считаем, что после объявления о разрыве переговоров по слиянию, а также с усугублением ситуации на финансовых рынках шансов спастись от банкротства у Amtel-Vredestein практически не осталось. Если все пойдет именно так, то у Сибур будет теоретическая возможность поучаствовать в распродаже отдельных активов своего несостоявшегося партнера в ходе удовлетворения прав требований его кредиторов. Основным риском для Сибур при этом может стать участие в аукционах по продаже шинных активов крупных мировых игроков и, как следствие, укрепление ими конкурентных позиций на российском рынке. Тем не менее, этот риск кажется нам менее значимым в краткосрочной перспективе, нежели рост рисков рефинансирования и значительное ухудшение положения с ликвидностью.

Кредитные рейтинги Сибур были поставлены на пересмотр с негативным прогнозом после объявления сделки MBO весной 2008 г. После отмены сделки MBO в сентябре 2008 г. Fitch подтвердило статус Rating Watch Negative в связи с сохраняющейся неопределенностью в отношении будущего компании. Пока де-факто Сибур Холдинг остается под контролем Газпромбанка, мы не видим серьезных угроз кредитному качеству Сибур. Если нынешний бенефициар Сибур снова задумается о возможности отчуждения непрофильного для него бизнеса, то обеспокоенности кредиторов этот шаг вызвать не должен. Об этом мы писали в нашем ежедневном обзоре долговых рынков от 22 сентября 2008 г. Единственный рыночный долговой выпуск Сибур-1 (9.36% к оферте в ноябре 2009 г.) смотрится откровенно неконкурентоспособно.

*Леонид Игнатьев*

### Ежегодная пресс-конференция Moody's в Москве

Вчера рейтинговое агентство Moody's провело 2-ую ежегодную российскую пресс-конференцию в Москве. Мы присутствовали на данном мероприятии и хотели бы поделиться с инвесторами наиболее важными и интересными, на наш взгляд, заявлениями и мнениями аналитиков Moody's озвученными вчера.

- **Суверенный кредитный рейтинг России.** Moody's не видит предпосылок для снижения кредитного рейтинга России с уровня Baa1 и, более того, не намерено пока пересматривать «позитивный» прогноз по этому рейтингу. По мнению агентства, ключевые макроэкономические показатели России и государственных финансов смотрятся очень сильно по сравнению с метриками таких стран, как Южная Корея и Малайзия, имеющих рейтинги категории «А» от Moody's.
- **Банковский сектор.** Moody's не видит никаких угроз финансовой устойчивости российских госбанков, которые с очень высокой долей вероятности будут поддержаны государством. Мелкие и средние российские банки с частным участием в капитале будут весьма уязвимы к проблемам с рефинансированием ввиду (а) отсутствия длинных пассивов на внутреннем рынке, (б) крайне невысокого уровня корпоративного управления, (в) ухудшения качества кредитных портфелей по мере замедления темпов его роста, т.е. его «старения», (г) очень высокой средней концентрации рейтингуемых портфелей. Moody's знает как минимум о 6 случаях дефолтов среди российских банков (не уточнено вообще или только из 105-ти рейтингуемых агентством банков). Рейтинговое действие Moody's в отношении инвесткомпания «Ренессанс Капитал» просто совпало с моментом покупки М. Прохоровым 50%-1 акция этой компании, т.е. сама сделка не стала причиной постановки рейтинга на пересмотр с негативным прогнозом. Самый большой риск ухудшения качества среди ритейловых кредитных продуктов аналитики видят в ипотечных кредитах, однако их малая доля в общем размере кредитов не позволяет говорить о повторении американского сценария.
- **Корпоративный сектор.** Moody's ожидает около 2-3 дефолтов среди рейтингуемых в России/СНГ компаний в течение 2008-2009 гг. Самыми высокими кредитными рисками сейчас обладают девелоперы, розничные компании, авиаперевозчики и быстроразвивающиеся сервисные компании. В зоне риска – также компании пищевого сектора.

*Леонид Игнатьев*

### Девелоперские компании снова в центре внимания

Вчера рейтинговое агентство Fitch опубликовало аналитический отчет «Российские девелоперские компании сталкиваются с серьезными сложностями с ликвидностью». Суть отчета сводится к тому, что наибольшие кредитные риски несут компании, специализирующиеся на работе с коммерческой недвижимостью, в то время как у девелоперов, работающих по модели «строить и продавать» менее уязвима к ухудшению ситуации с фондированием. Эта модель в большей степени релевантна для игроков на рынке жилой недвижимости, таких как ПИК, ЛСР и Открытые инвестиции. Fitch подчеркивает, что среди этих 3 компаний прогноз рейтинга изменен на «негативный» только у ПИКа и связано это в основном с опасениями рефинансирования коротких долгов почти на \$900 млн в течение ближайших 6 месяцев. Сегодня Fitch проводит конференц-колл, посвященный ситуации в российском секторе строительства и девелопмента. Мы собираемся принять в нем участие и намерены поделиться с инвесторами наиболее важными моментами дискуссии в завтрашнем обзоре.

Кстати, вчера компания ПИК отчиталась по МСФО за 1-ое полугодие 2008 г. Посмотрев отчетность компании, мы нашли увеличение долговой нагрузки, которое, тем не менее, не носит угрожающий характер в терминах Долг/ЕБИТДА. Мы обратили внимание на высказывания топ-менеджмента компании о том, как будет рефинансирован краткосрочный долг компании. Почти половины средств будет выплачена из собственного операционного денежного потока, который, по оценкам компании, должен превысить \$2.5 млрд (в целом за 2008 год). Мы верим в то, что ПИК не столкнется с проблемой дефолта по своим долговым обязательствам, так как:

- Имеет очень короткое время экспозиции активов (ПИК специализируется на строительстве жилья масс-класса)
- Большой банк земельных участков предполагает их продажу в стресс-сценарии
- Как самый крупный публичный девелопер России имеет хорошие отношения с крупнейшими российскими банками
- Генерирует стабильный положительный операционный денежный поток
- Активно работает по заказу Правительства Москвы и Правительства Московской области. Дефолт или банкротство такого агента значительно осложнили Московскому Правительству выполнение утвержденных планов в области жилищного строительства. Кстати, в сообщении компании, опубликованном вчера на ее сайте, говорится о достижении соглашения с оптовыми покупателями о предоставлении жилья в Московской области на сумму более \$1 млрд. По данным «Ведомостей», этими покупателями являются структуры Минобороны и Правительство Москвы.

*Леонид Игнатьев*

**Сибирьтелеком: непечатляющие результаты за 1 полугодие**

Вчера Сибирьтелеком опубликовал результаты по итогам 1 полугодия 2008г. по МСФО. Мы находим результаты нейтральными – Сибирьтелекому удалось повысить рентабельность операций, однако объем долга остался на прежнем – достаточно высоком уровне.

- Выручка компании в 1 полугодии 2008г. выросла на 8.5% в рублевом выражении по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 18.5 млрд руб.

- Операционная прибыль выросла на 6.3%, при этом операционная маржа снизилась на 4 п.п. EBITDA выросла на 12.5% по итогам полугодия, составив 6.9 млрд руб.

- Рост EBITDA на фоне снижения операционной прибыли связан с увеличением амортизационных отчислений (+20% по сравнению с 1 полугодием 2007г.).

- Объем долга составил 22.2 млрд руб., почти не изменившись по сравнению с началом года.

- Долг/EBITDA по итогам 1 полугодия 2008г. составил 1.6X. Насколько мы понимаем, это самое высокое значение этого показателя среди МРК.

**Финансовые показатели Сибирьтелекома, МСФО, млн. руб.**

	6М2007	6М2008	Изменение
Выручка	17 007.0	18 461.0	8.5%
Операционная прибыль	3 302.0	3 510.0	6.3%
ЕВITDA	6 168.0	6 942.0	12.5%
Чистая прибыль	1 913.0	2 005.0	4.8%
Операционная рент-ть	19.4%	19.0%	-0.4%
Рент-ть по EBITDA	36.3%	37.6%	1.3%
Чистая рент-ть	11.2%	10.9%	-0.4%

Источники: неаудированная отчетность по МСФО, оценки Банка Москвы

**Финансовые показатели Сибирьтелекома, МСФО, млн. руб.**

	2007	6М2008	Изменение
Выручка	35 246.0	18 461.0	
Операционная прибыль	5 715.0	3 510.0	
ЕВITDA	11 843.0	6 942.0	
Активы	51 094.0	52 880.0	3%
Долг	21 355.0	22 179.0	4%
Краткосрочный	8 563.0	9 040.0	6%
Долгосрочный	12 792.0	13 139.0	3%
Чистый долг	19 972.0	19 897.0	0%
СК	18 347.0	19 637.0	7%
Операционная рентабельность	16.2%	19.0%	
Рент-ть EBITDA	33.6%	37.6%	
Долг/Выручка*	60.6%	60.1%	
Долг/EBITDA*	1.8	1.6	
ЕВITDA/Проценты	7.1	8.1	
Долг/Активы	42%	42%	
Долг/СК	1.2	1.1	
Долгоср. долг/ Долг	60%	59%	

\* в годовом выражении

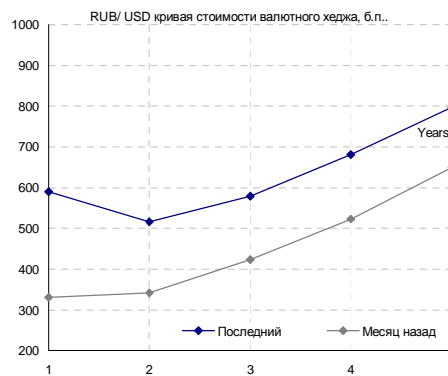
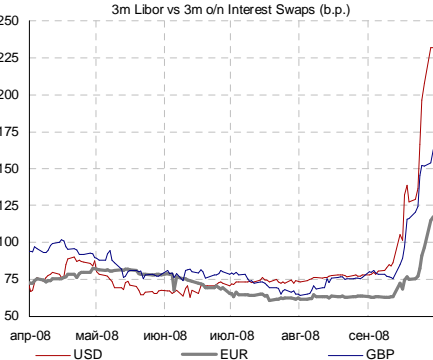
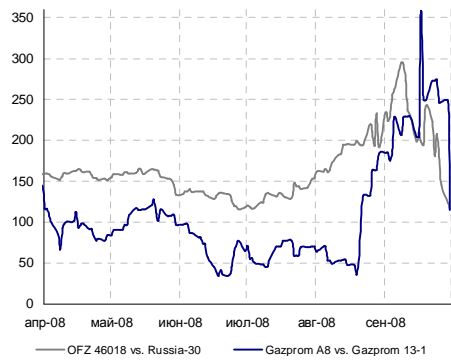
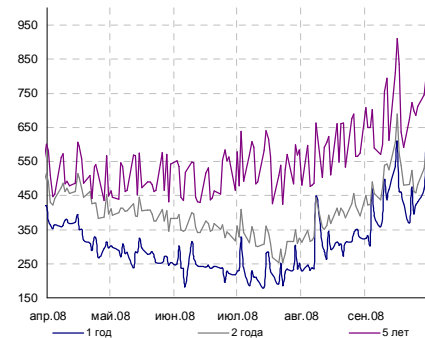
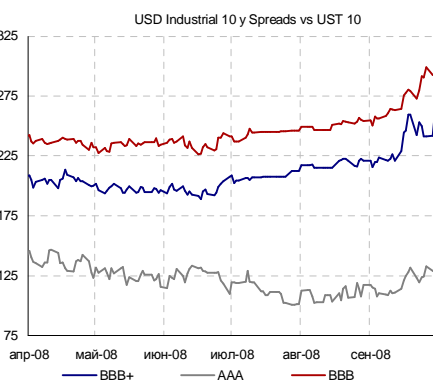
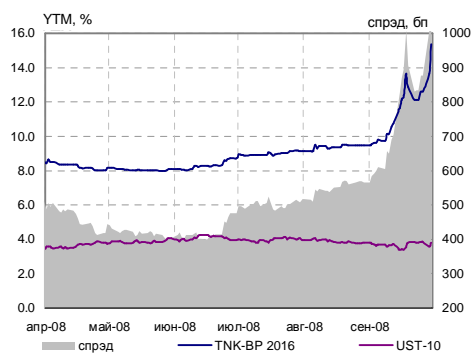
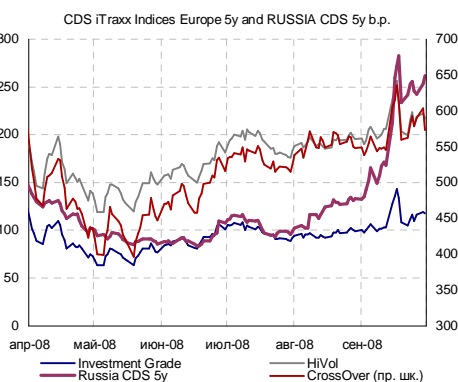
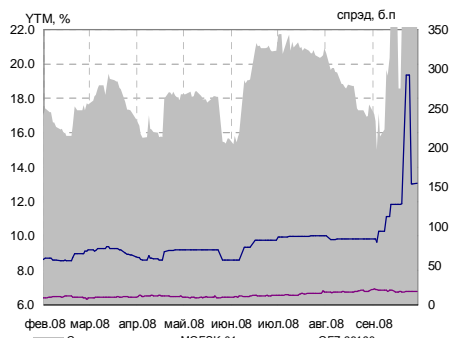
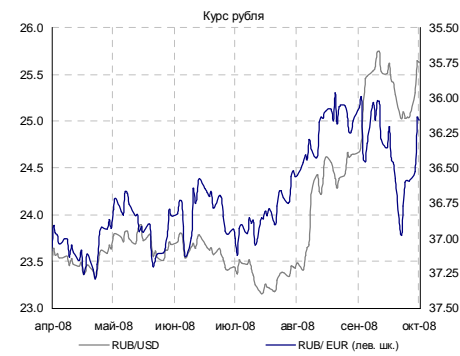
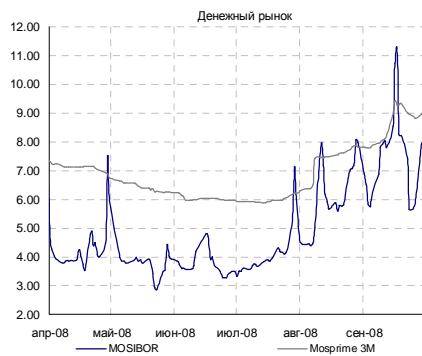
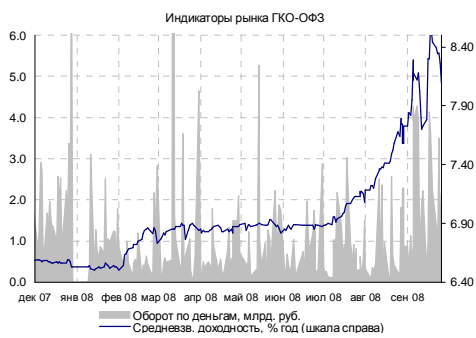
\*\* без учета финансовой аренды

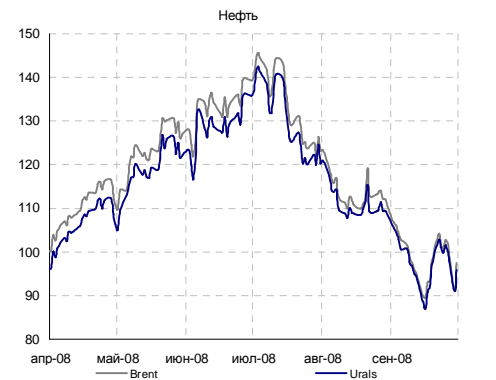
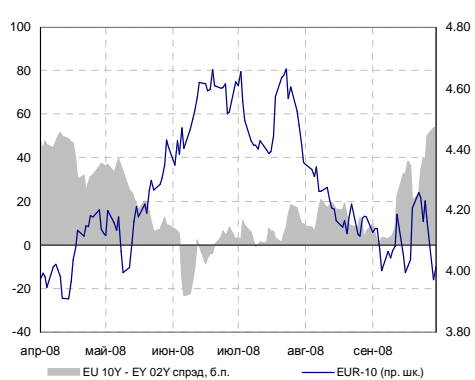
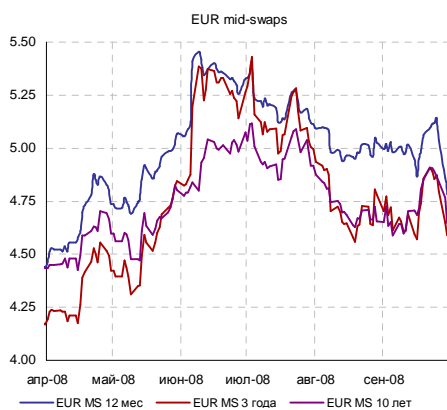
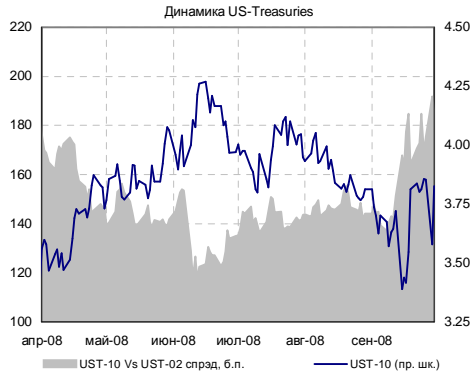
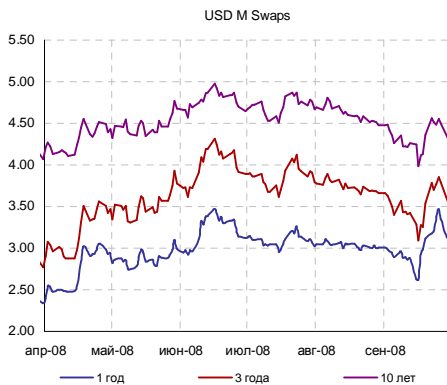
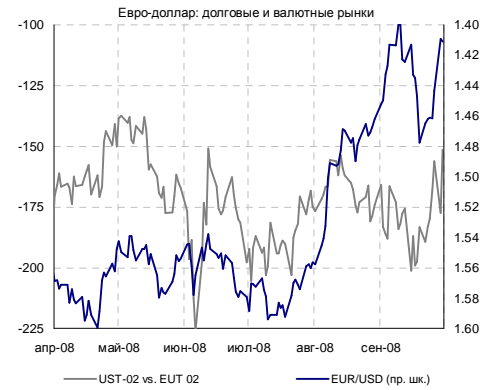
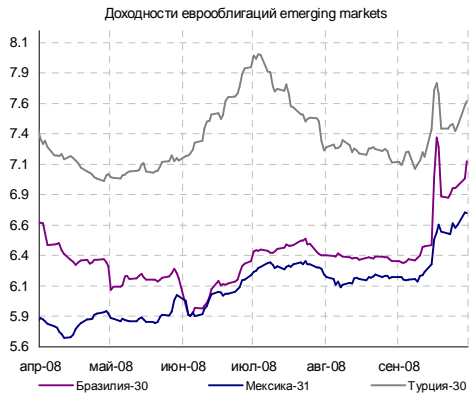
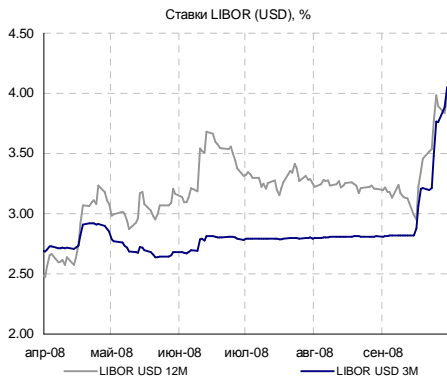
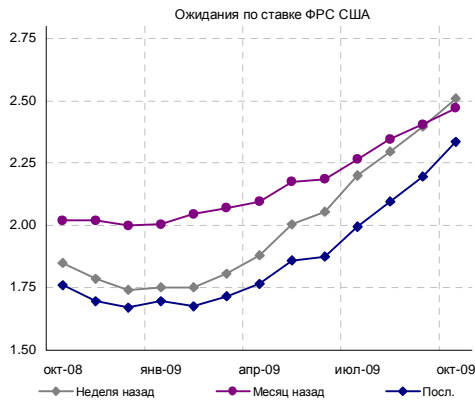
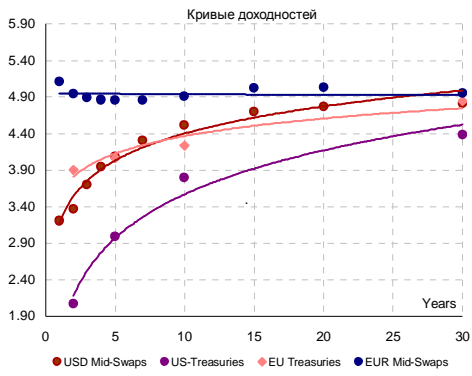
Источники: Сибирьтелеком, оценки Банка Москвы

**Резюме**

Результаты Сибирьтелекома – самые слабые из отчитавшихся по итогам 1 полугодия МРК. Так, Дальсвязи порадовала снижением долговой нагрузки, а СЗТ существенно увеличила маржу EBITDA. Между тем мы по-прежнему считаем, что облигации компании могут быть интересны с доходностью более 15%.

*Анастасия Михарская*





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	АЛФИН 0206	2 000	Оферта	100	2 000
СЕГОДНЯ	АСПЭК-01	1 500	Оферта	100	1 500
СЕГОДНЯ	КраснЯрКр3	1 500	Погаш.	-	1 500
СЕГОДНЯ	Экслобанк1	1 000	Оферта	100	1 000
02.10.2008	ЕПК-1	1 000	Погаш.	-	1 000
02.10.2008	НОК-02	400	Оферта	100	400
02.10.2008	РазгуляйФ1	2 000	Погаш.	-	2 000

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

\*\* с учётом прошедших амортизаций

## Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
12.09.08	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	авг.08	-0.5%	1.2%	-0.9%
12.09.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI)	авг.08	0.2%	0.7%	0.2%
12.09.08	Розничные продажи (Retail sales), m-t-m	авг.08	0.2%	-0.1%	-0.3%
12.09.08	Retail sales, исключая автомобили, m-t-m	авг.08	-0.2%	0.4%	-0.9%
15.09.08	Индекс промышленного производства	авг.08	-0.3%	0.2%	-1.1%
16.09.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	авг.08	-0.1%	0.8%	-0.1%
16.09.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	авг.08	0.2%	0.3%	0.2%
17.09.08	Количество новостроек, тыс.	авг.08	950.0	965.0	895.0
17.09.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	авг.08	925.0	937.0	854.0
24.09.08	Продажи на вторичном рынке жилья	авг.08	4 920.0	5 000.0	4 910.0
25.09.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	авг.08	510	515	460
25.09.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	авг.08	-1.6%	1.3%	-4.5%
26.09.08	Финальная оценка ВВП (final)	2 кв. 2008	3.3%	3.1%	2.8%
29.09.08	Индекс потребительских расходов (PCE core)	авг.08	0.2%	0.3%	0.2%
30.09.08	Идекс потребительской уверенности Conference Board	сен.08	55.0	56.9	59.8
СЕГОДНЯ	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	сен.08	49.5	49.90	
03.10.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	сен.08	6.1%	6.1%	
03.10.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls)	сен.08	-100 000	-84 000	
03.10.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	сен.08	50.0	50.60	

## Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					
02.10.08	Разгуляй, БО-04	500	1 год	-	-
02.10.08	Разгуляй, БО-05	500	1 год	-	-



**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank\_of\_Moscow\_Research @mmbank.ru

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**Зам. директора департамента**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

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

Тремасов Кирилл

Tremasov\_KV @mmbank.ru

**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.