

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	92.39	-3.45	-3.60	GAZP' 34	92.50	-3.65	10.00	43
Нефть (Brent)	94.87	-2.57	-2.64	Bank of Moscow 09	-	-1.51	14.21	174
Золото	880.00	-4.50	-0.51	UST 10	101.44	0.81	3.70	4
EUR/USD	1.3967	0.00	-0.30	РОССИЯ 30	102.96	1.04	7.02	-17
USD/RUB	25.772	0.04	0.15	Russia'30 vs UST'10	332			-7
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (1.75%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	192			6
USD LIBOR 3m	4.15	0.10	2.41	Libor 3m vs UST 3m	335			20
MOSPRIME 3m	9.10	-0.01	-0.11	EU 10 vs EU 2	57			3
MOSPRIME o/n	6.15	-1.85	-23.13	EMBI Global	447.69	1.20		5
MIBOR, %	6	-1.96	-24.62	DJI	10 831.1	-0.18		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	856.40	-26.90	10.27	Russia CDS 10Y \$	274.92	-3.03		-4
Сальдо ливн.	-105.6	35.80	-25.32	Gazprom CDS 10Y \$	431.19	-2.56		-11

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

Рынок продолжает лихорадить, спрос на госбумаги сохраняется  
 ОФЗ: очертания новой кривой доходности  
 Продажи в 1-м эшелоне: ГидроОГК-01, РЖД-08, ВымпелКом-01 и др.  
 Дефолты: СуварКазань-01  
 Оферты: тяжелый месяц для 3-го эшелона  
 Денежный рынок: ставки стабильны  
 Краткосрочный взгляд

### Глобальные рынки

План Полсона одобрен Сенатом, дело за палатой Представителей  
 Ставки на денежном рынке продолжают бить рекорды  
 Экономика: промышленность США на грани коллапса  
 Еврооблигации: ВТБ под 14%

### Экономика РФ

Антикризисные меры: новые тезисы ЦБ и Минфина  
 Во втором квартале внешний долг увеличился на \$ 50 млрд.

### Корпоративные новости

Пресс-конференция Fitch по девелоперским компаниям  
 Fitch изменил прогноз рейтингов по 6 российским банкам  
 Самохвал хочет реструктурировать кредиторскую задолженность  
 Холидей готовится к оферте  
 АвтоВАЗ не принял решения о покупке ИжАвто?  
 НМТП отчитался по МСФО за 1 полугодие 2008 г.  
 Синергия: владельцы облигаций первой серии могут спать спокойно

## Новости коротко

### Главные новости

- Сенат США одобрил вторую версию экстренной программы по экономической стабилизации объемом \$700 млрд.** Теперь за принятие документа должна проголосовать Палата Представителей, ранее отклонившая первоначальный вариант. Голосование намечено на пятницу. Рынки устали ждать позитивных новостей из Конгресса и сконцентрировались на негативных новостях по экономике и резком падении продаж автомобилей в США. Азиатские рынки снижаются. Сегодня и завтра публикуется статистика по рынку труда США, которая вряд ли принесет приятный сюрприз.
- Антикризисный пакет внесен в Думу.** Депутаты Госдумы внесли блок законопроектов о мерах по стабилизации финансовой системы, ВЭБ сможет кредитовать компании и банки в иностранной валюте для погашения и обслуживания зарубежных кредитов и займов, полученных до 25 сентября 2008 г. Общая сумма кредитов ВЭБа по состоянию на 31 декабря 2009 г. не должна превышать \$50 млрд. ЦБ сможет компенсировать банкам часть убытков, полученных при кредитовании на межбанковском рынке, если у их контрагентов будет отзываться банковская лицензия. Поправки также касаются предоставления беззалоговых кредитов банкам на срок до шести месяцев. / Интерфакс, Ведомости

Инфраструктура

- n Рабочая группа при Минфине РФ среди дальнейших мер по борьбе с финансовым кризисом обсуждает возможность допустить к операциям рефинансирования в ЦБ профессиональных участников рынка ценных бумаг – брокерские и дилерские компании, а также компании доверительного управления, удовлетворяющие определенным требованиям. / Рейтер
- n По словам главы ФСФР Владимира Миловидова, ФСФР «не скоро разрешит короткие необеспеченные продажи». / Интерфакс

Синдицированные кредиты

- n **Сбербанк** планирует подписать кредитное соглашение о 3-летнем синдицированном кредите на \$ 1.2 млрд на этой неделе. Объем кредита останется неизменным и составит \$ 1.2 млрд. Как сообщалось ранее, ставка по кредиту планируется на уровне LIBOR +85 б. п. / Интерфакс

Планы эмитентов

- n По словам президента **РЖД** Владимира Якунина, компания отложила запланированный на осень выпуск еврооблигаций до улучшения ситуации на финансовом рынке. / Рейтер
  - n По словам директора департамента ценных бумаг **Уралсвязинформа** Елены Неверовой, компания в условиях финансового кризиса не будет спешить с размещением кредитных нот на \$ 150 млн, а дождется благоприятного периода для привлечения средств. Уралсвязинформ рассчитывал разместить 5-летние CLN в 4-м квартале 2008 г. За счет этого кредита компания хотела провести реструктуризацию заимствований, погасив часть краткосрочных кредитов, привлеченных на внутреннем рынке. / Рейтер
  - n По словам главы **Москомзайма** Сергея Пахомова, **Москва** планирует занять в 2009 г. 113 млрд руб., из которых 80 млрд пойдут на финансирование инвестпрограммы. / Рейтер
- 
- n Совет директоров **ОАО «Агрика»** принял решение о размещении облигаций серии 02. Принятое ранее (22 сентября 2008 г.) решение о размещении облигаций серии 03 отменено в связи с изменением обстоятельств и условий выпуска облигаций. Эмитент планирует облигации объемом 3 млрд руб. сроком обращения 4 года. / Финам

Кредитные рейтинги

- n Fitch Ratings изменило с «позитивного» на «стабильный» прогноз по рейтингам шести российских банков: **НОМОС-Банк**, **Промсвязьбанк**, **Бинбанк**, **Национальный Резервный Банк**, **Национальный банк «ТРАСТ»**, **Пробизнесбанк**. Изменение прогноза отражает значительные краткосрочные риски ликвидности и риски, связанные с качеством активов, для российских банков, хотя эти риски существенно сглаживаются за счет поддержки, предоставляемой в настоящее время сектору властями страны. / Fitch

Экономика РФ

- n Вице-премьер, министр финансов РФ Алексей Кудрин считает, что пенсионные накопления защищены, и нет причин для беспокойства за их сохранность. / Интерфакс

Глобальные рынки

- n Рецессия в США может наступить быстрее и стать глубже, если «план спасения», предложенный министром финансов США Генри Полсоном, не будет принят, как считает вице-премьер, министр финансов РФ Алексей Кудрин. / Интерфакс

ПОПРАВКА:

- n В нашем вчерашнем ежедневном обзоре мы отметили, что показатель Долг/EBITDA у Сибирьтелекома по итогам 1-го полугодия самый высокий среди МРК. Здесь мы допустили неточность, упустив из внимания отчитавшуюся на днях ЮТК, у которой это соотношение достигло 3X.

**Внутренний рынок****Рынок продолжает лихорадить, спрос на госбумаги сохраняется**

Имеющие место распродажи вновь шокируют нас. Ликвидация крупных позиций в облигациях 1-2-го эшелонов продолжается. Котировки рублевых облигаций бесконтрольно валятся вниз.

**ОФЗ: очертания новой кривой доходности**

По итогам первого торгового дня месяца котировки большинства госбумаг рухнули туда, где они находились до начала переоценки портфелей в последний день месяца. Более других пострадали облигации выпуска 46017 (-9.5 %; УТМ – 9.06 %; +139 б. п.)

**Продажи в 1-м эшелоне: ГидроОГК-01, РЖД-08, ВымпелКом-01 и др.**

**ГидроОГК-01** упал в течение дня на 16.1 %, закрывшись на уровне 75.5 % от номинала. С бумагами было заключено 58 сделок на сумму порядка 485 млн руб. Доходность бумаг выросла на 825 б. п. до 21.15 %. Это уровень дефолтных бумаг. Мы не верим, что такая компания, как ГидроОГК, не сможет найти средств на оплату публичных долгов.

Мы также заметили ликвидацию крупных позиций в следующих бумагах:

- **РЖД-08** (-1.86 %; УТМ – 12.21 %; +84 б. п.);
- **ВТБ-Лизинг-02** (-1.99 %; УТМ – 19.22 %; +312 б. п.);
- **МОЭСК-01** (-3.23 %; УТМ – 12.16 %; +138 б. п.);
- **МосОбл-08** (-0.7 %; УТМ – 15.51 %; +29 б. п.);
- **Вымпелком-01** (-0.27 %; УТМ – 17.94 %; +27 б. п.);
- **АвтоВАЗбо-04** (-8.1 %; УТМ – 14.47 %; +1279 б. п.).

**Дефолты: СуварКазань-01**

Вчера объявлен еще один технический дефолт по купону выпуска **СуварКазань-01**. Ухудшение ситуации с ликвидностью в сентябре привело к перераспределению средств в банковской системе. Крупные банки с высоким рейтингом не испытывают острой нехватки ликвидности – чего нельзя сказать о менее защищенных игроках. До тех пор пока этот перекосяк в системе будет сохраняться, количество технических дефолтов будет только возрастать.

**Оферты: тяжелый месяц для 3-го эшелона**

Текущая конъюнктура не оставляет шансов для инвесторов на внутреннем долговом рынке. Реальные объемы рынка продолжают сокращаться. В сентябре по итогам запланированных к исполнению оферт на сумму 43.5 млрд руб. компании выкупили облигаций на сумму 28.7 млрд руб., т. е. 67.6 % (или 2/3) объема бумаг. Здесь примечательны оферты компаний «КАМАЗ» и «Сибирьтелеком», «ТАИФ» и «КМПО», выпуски которых были выкуплены практически в полном объеме. Кроме того, мы не учитывали факт наличия у бумаг предыдущей оферты, когда часть выпуска также могла быть выкуплена.

По нашим оценкам, объем оферт в октябре вырастет до максимума с июня 2008 г. и составит 66.6 млрд руб. Цифра пугает нас меньше, чем состав участников, которым предстоит пройти платежи. Если посмотреть на структуру, то 47.9 млрд руб. (71 %) приходится на банковские выпуски, а 13.1 млрд руб. (20 %) – на облигации компаний розничного и потребительского секторов. Из общей суммы оферт мы отнесли порядка 27 млрд руб. на выпуски компаний, которые можно условно отнести к 3-му эшелону, еще по 5.7 млрд руб. приходится на выплаты купонов и погашения. Так, объем платежей компаний 3-го эшелона достигает 40 млрд руб., что является крайне высоким значением, учитывая текущую конъюнктуру.

Таким образом, мы не исключаем резкого роста числа технических дефолтов по офертам, купонам и погашениям в октябре.

## Оферты рублевых облигаций

Дата исполнения	Выпуск	купон, %	овый купон	разница	Млн. руб.
01.10.2008	АЛФИН 02об	9.50%	13.50%	4.00%	2000
01.10.2008	Экспобанк 01	11.50%	8.00%	-3.50%	2000
02.10.2008	СевКаб 03	11.25%	16.00%	4.75%	1500
02.10.2008	НОК-02	12.30%	15.50%	3.20%	400
03.10.2008	СМАРТС 03	14.10%	14.10%	0.00%	1000
03.10.2008	АСПЭК-01	12.00%	13.00%	1.00%	1500
07.10.2008	МДМ-Банк03	8.50%	12.00%	3.50%	6000
07.10.2008	Сувар-Казань-1	15.25%	15.25%	0.00%	900
07.10.2008	Северная Казна	10.00%	9.75%	-0.25%	1000
08.10.2008	Зенит 4обл	9.90%	12.50%	2.60%	3000
09.10.2008	Лаверна 01	11.00%	16.00%	5.00%	1000
09.10.2008	БанкСОЮЗ02	8.37%	8.37%	0.00%	2025.4
09.10.2008	ХолидФин1	11.15%	13.00%	1.85%	1500
09.10.2008	РусМасла-2	12.50%	15.00%	2.50%	1000
09.10.2008	НацКап-01	9.50%	11.50%	2.00%	3000
10.10.2008	АВТОВАЗБ-1	12.95%	13.70%	0.75%	800
10.10.2008	Аркада-03	13.65%	17.00%	3.35%	1200
10.10.2008	РосселхБ 4	8.20%	9.75%	1.55%	10000
14.10.2008	ВТБ24 01	8.20%	9.75%	1.55%	6000
16.10.2008	Паркет-Холл-Сервис, 1	13.10%	13.10%	0.00%	300
18.10.2008	ХКФ Банк-4	9.95%	-	-	3000
20.10.2008	ПФПГ-Ф-01	11.70%	-	-	1100
20.10.2008	Амазонит-1	15.00%	-	-	100
22.10.2008	МОСМАРТФ 1	15.50%	-	-	2000
23.10.2008	Виват-фин1	12.00%	-	-	1000
23.10.2008	ТомскИнв 1	12.50%	-	-	500
23.10.2008	Юниаструм2	10.90%	14.00%	3.10%	1500
23.10.2008	ТКСБанк 01	18.00%	-	-	1005.50
24.10.2008	РусСтанд-8	8.25%	-	-	5000
27.10.2008	ЕВРОПА-01	10.75%	-	-	1200
28.10.2008	АКИБАНК-1	13.60%	-	-	600
28.10.2008	КДавиаФин1	16.00%	-	-	1000
28.10.2008	БАНАНА-М-1	12.00%	-	-	1000
29.10.2008	Синергия-1	12.50%	-	-	1000
30.10.2008	БелКПлюс-1	14.50%	-	-	500
31.10.2008	РМБ-1	12.00%	-	-	1000

67 631

Источники: Cbonds, Банк Москвы

## Выплаты в октябре

Рублевые облигации	Млн. руб.
Оферты	67 631
Погашения + амортизация	6 793
купоны	11 579

86 003

Источники: Cbonds, Банк Москвы

### Денежный рынок: ставки стабильны

Ставки overnight на денежном рынке находятся на уровне 5.0 %. Серьезной напряженности на денежном рынке нет. Сегодня Ведомости приводят оценки ММВБ по кризису на рынке РЕПО, начавшемуся 15 сентября, когда не были закрыты сделки на сумму 7.0 млрд руб., а к утру четверга неисполненных обязательств накопилось на сумму 176 млрд руб. Позже существенную часть неисполненных обязательств удалось снизить до 2.2 млрд руб.

### Краткосрочный взгляд

Мы сохраняем негативный взгляд на динамику внутреннего долгового рынка в ближайшее время. Стабильная ситуация на денежном рынке не может повлиять на решения части ключевых игроков ликвидировать позиции в рублевых облигациях. Неопределенность на внешних рынках сохраняется. Помимо всего прочего, на рынок надвигается существенный навес оферт и погашений эмитентов 3-го эшелона. Это очень серьезное испытание как для отдельных компаний, так и для всего рынка. Мы не исключаем продолжения распродаж крупных портфелей облигаций со стороны проблемных участников.

*Егор Федоров*

## Глобальные рынки

### План Полсона одобрен Сенатом, дело за палатой Представителей

Сенат США одобрил вторую версию экстренной программы экономической стабилизации объемом \$ 700 млрд. Теперь за принятие документа должна проголосовать Палата представителей, ранее отклонившая первоначальный вариант. Голосование намечено на пятницу. Рынки устали ждать позитивных новостей из Конгресса и сконцентрировались на негативных новостях по экономике и резком падении продаж автомобилей в США. Азиатские рынки снижаются. Сегодня и завтра публикуется статистика по рынку труда США, которая вряд ли принесет приятный сюрприз. Рынок казначейских облигаций США лихорадит – вчера доходности 10-летних облигаций колебались в пределах 20 б. п. С утра доходности UST-10 находятся на уровне 3.71 % годовых.

### Ставки на денежном рынке продолжают бить рекорды

Напряженность на денежных рынках в настоящее время высока как никогда. Ставки overnight достигли запредельных уровней, а спрэд между 3M LIBOR и overnight свопами через три месяца достиг рекордных уровней, подчеркивая проблемы банков, кредитующихся под LIBOR. После прохождения плана Полсона в Сенате напряженность слегка снизилась, но ставки по-прежнему находятся на критических уровнях. Если эта ситуация продлится еще какое-то время, рынку грозит крах LIBOR-системы.

### Экономика: промышленность США на грани коллапса

Деловая активность в промышленности США на грани коллапса. Индекс ISM в промышленной сфере США снизился до 43.5 пункта с 49.9 пункта в августе – самое драматичное снижение с октября 2001 г. Рынок труда испытывает сильнейшее давление. Число увольнений в США в сентябре выросло на 33 %.

Последние два дня этой недели будут очень насыщены экономическими событиями. Сегодня состоится заседание ЕЦБ, на котором может быть снижена учетная ставка. В США будет опубликована еженедельная статистика по количеству обращений по безработице, очень важная перед завтрашним релизом данных по рынку труда за месяц.

### Еврооблигации: ВТБ под 14%

Несмотря на меры, прозвучавшие в отношении поддержки Правительством РФ выплат по внешнему долгу в 4-м квартале, инвесторы не спешат покупать российские еврооблигации. Рисковые премии не снижаются. Спрэд России-30 к UST-10 составляет порядка 320 б. п. Вчера немного подросли еврооблигации ВТБ, перепроданные ранее: VTB'12 (14.0 %; -13 б. п.) VTB'16€ (14.813 %; -24 б. п.) VTB'18 (13.723 %; -65 б. п.).

*Егор Федоров*

**Антикризисные меры: новые тезисы ЦБ и Минфина**

Вчера прошла довольно насыщенная конференция газеты «Ведомости», где выступили Министр Финансов А. Кудрин и зампред ЦБ А. Улюкаев. На наш взгляд, было сделано довольно много значимых для рынка заявлений.

Ясно, что антикризисный план пишется буквально каждую минуту, поэтому очередные выступления официальных лиц каждый раз приятно будоражат рынок новыми антикризисными мерами. Сегодня мы выделяем следующие ключевые тезисы для долговых рынков:

- **Беззалоговые кредиты.** ЦБ получит право выдавать кредиты без обеспечения банкам, имеющим рейтинг, а требования к уровню рейтинга, равно как и другие условия, установит уже Совет директоров Банка России. Теоретически данная мера может кардинально увеличить ликвидность в системе.

- **Требования к рейтингу активов могут быть снижены.** Требования к рейтингам активов, которые принимаются для рефинансирования, могут быть снижены на один пункт, что, по словам Улюкаева, даст 30 млрд руб. потенциальной ликвидности. Кроме того, он сообщил, что Банк России рассматривает возможность снижения дисконтов по отношению к активам, под которые он предоставляет кредит.

- **Разделение рисков с крупнейшими участниками рынка РЕПО.** ЦБ предлагает брать на себя часть рисков госбанков, активно участвующих на рынке РЕПО. Риск неплатежей ляжет как на банк, предоставляющий средства РЕПО, так и на ЦБ.

- **Валютный коридор останется в прежних границах.** Вчера вечером стоимость бивалютной корзины превышала уровень 22.40 руб. за доллар.

Между тем конференция прошла в довольно мрачных тонах. Официально и в кулуарах признали, что кредитный кризис продлится еще как минимум год, а начавшаяся рецессия в мире не сможет обойти российскую экономику.

- **Накануне рецессии.** Министр А. Кудрин отметил, что рецессия в США отразится на экономике РФ. По его мнению, мы находимся в начале рецессии. Де-факто, власти резко меняют риторику высказываний. Если раньше Россию можно было считать благоприятной гаванью, то теперь экономика РФ представляется тесно интегрированной в мировую экономику.

- **Проблемы с ликвидностью могут продлиться еще 15 месяцев,** считает Алексей Улюкаев. По его мнению, все это время компании будут испытывать трудности с рефинансированием внешних долгов.

- **Инфляционное давление растет.** По мнению Алексея Улюкаева, меры, принятые российскими властями для поддержки финансового рынка, могут увеличить инфляцию на 1-2 % в годовой перспективе.

*Егор Федоров*

**Во втором квартале внешний долг увеличился на \$ 50 млрд.**

По данным ЦБ внешний долг РФ на 1.07.2008 составил \$ 527 млрд. или 29.7 % к прогнозному объёму ВВП на 2008 год.

Во втором квартале был зафиксирован достаточно резкий рост внешнего долга – сразу на \$ 50 млрд., при этом долг нефинансового сектора увеличился на \$ 30.5 млрд., а банки нарастили свою внешнюю задолженность на \$ 21.4 млрд. Доля внешнего долга в обязательствах банковского сектора составляет 22.5 %, что несколько ниже значения этого показателя на начало года (23 %).

Резкий рост внешнего долга во втором квартале связан с состоянием финансовых рынков. В 1-м квартале внешние рынки были фактически закрыты для российских заёмщиков, и на этом фоне рост долга составил лишь \$ 13 млрд. В апреле-июле ситуация на мировых рынках улучшилась, чем оперативно воспользовались многие российские компании и банки. С августа «окно» вновь захлопнулось.

Таким образом, можно ожидать, что в 3-м квартале рост внешнего долга будет незначительным, а в 4-м квартале долг может вообще сократиться. Это связано с тем, что правительство приняло решение рефинансировать внешнюю задолженность российских компаний и банков за счёт золотовалютных резервов, размещённых в ВЭБе. До конца года российским эмитентам предстоит выплатить западным кредиторам по различным оценкам от \$ 40 до \$ 50 млрд. Именно \$ 50 млрд. из ЗВР и будут размещены в ВЭБе под эти нужды.

По нашим оценкам, размер внешнего долга РФ на конец года не превысит 30 % ВВП (\$ 530 млрд.), что станет рекордно-низким значением за всю историю.

*Тремасов Кирилл*

**Внешний долг, \$ млрд.**

	2007	1.04.2008	1.07.2008	Изменение за 2-й квартал
ВСЕГО	464	477	527	49.7
% к ВВП	35.9	26.4	29.7	
Правительство и ЦБ	46	41	39	-2.1
% к ВВП	3.6	2.3	2.2	
% ко всему долгу	10.0	8.6	7.4	
Нефинансовые предприятия	254	265	296	30.5
% к ВВП	19.6	14.6	16.6	
% ко всему долгу	54.7	55.5	56.1	
Банки	164	171	193	21.4
% к обязательствам банков	23.0	21.8	22.5	
% к ВВП	12.7	9.5	10.9	
% ко всему долгу	35.3	35.9	36.6	

Источник: ЦБ РФ, оценки Банка Москвы

**Корпоративные новости****Пресс-конференция Fitch по девелоперским компаниям**

Вчера агентство Fitch провело конференц-звонок, посвященный кредитным рискам российских девелоперских компаний в текущих условиях. Чуть позже мы выпустим комментарий, в котором освещены основные моменты вчерашней дискуссии.

*Леонид Игнатьев*

**Fitch изменил прогноз рейтингов по 6 российским банкам**

Fitch изменило прогнозы рейтингов 6-ти российских банков (Промсвязьбанк, БИНБанк, НОМОС, Национальный Резервный Банк, Национальный банк ТРАСТ и Пробизнесбанк) с «Позитивного» на «Стабильный». Мы считаем, что действия агентства не носят негативный оттенок, так как всего лишь свидетельствует о мнении Fitch о том, что в краткосрочной перспективе финансовый профиль этих банков значительно не улучшится. Мы согласны с такой позицией агентства.

В своих комментариях к рейтинговому действию Fitch заявил, что пока не планирует масштабных понижений рейтингов российских банков. Возможно лишь единичные даунгрейды. Вместе с тем, агентство не исключает даже позитивных действий по мере консолидации отрасли.

Важной позитивной тенденцией в российском банковском секторе Fitch считает ускорение роста депозитной базы национальных банков, которая в некоторой мере компенсирует уменьшение внешних источников фондирования. Так, по данным агентства, за первые 8 месяцев 2008 г. депозиты банков выросли на 40% к сопоставимому уровню прошлого года, при этом прирост кредитного портфеля был в 2 раза скромнее (+22%).

В отдельном комментарии Fitch акцентировал внимание на факторе возросшей поддержки банковской системы со стороны государства. В комментарии используются такие слова как «значительно/заметно усилившаяся помощь», таким образом, мы делаем косвенный вывод о том, что действия монетарных властей страны оцениваются агентством как адекватные.

*Леонид Игнатьев*

**Самохвал хочет реструктурировать кредиторскую задолженность**

Из сегодняшних Ведомостей мы узнали, что розничная сеть «Самохвал» направила своим поставщикам письма с предложением заморозить кредиторскую задолженность перед ними на срок 6 месяцев с выплатой ставки 16 % годовых. В качестве обеспечения по предложенным товарным кредитам выступает поручительство бенефициара Самохвала (100 %) Дмитрия Кувшинова.

Мы трактуем инициативу Самохвала как иллюстрацию очень слабого финансового положения компании и последнюю возможность избежать начала процедуры банкротства. По нашим оценкам, а также тем отрывочным данным, которые мы получали в течение первой половины 2008 г., EBITDA margin Группы не превышает 6.0 %, соотношение Чистый долг/EBITDA не меньше 10.0X, а на выплату процентов по финансовому долгу компания направляет как минимум 60 % величины EBITDA. У нас нет оценки операционного денежного потока и размера кредиторской задолженности компании, однако, по ощущениям, первый показатель значительно меньше EBITDA, а второй сопоставим с величиной платного финансового долга.

К сожалению, мы не можем дать более точной оценки финансового положения Группы, так как в свободном доступе нет консолидированных финансов компании (пусть даже в управленческой неаудированной форме), а самый свежий ежеквартальный отчет по ООО «Самохвал» (РСБУ, неконсолидированный) представлен только за 4-й квартал 2007 г. Принимая во внимание тот факт, что финансовые данные в отчете не приводятся, мы можем видеть усеченную фотографию финансового положения компании, устаревшую ровно на 1 год.

Мы считаем, что предложенная торговым кредиторам ставка (16 %) очень далека от рыночной стоимости финансового долга для Самохвала в текущих условиях: мы не думаем, что какой-либо банк согласился бы дать Самохвалу бланковый 6-месячный кредит даже на близких к предложенным компанией условиях. Тем не менее, если все-таки предположить, что торговые кредиторы согласятся с инициативой компании, мы не уверены, что денежного потока от операционной деятельности Самохвалу будет хватать даже на покрытие процентов в полной мере, ведь, по сути, платный долг Группы возрастет.

Пока же кредиторы из числа поставщиков подали почти 50 исков к компании в арбитражные

суды. Намерение компании продавать недвижимость по схеме sale-and-leaseback (см. подробнее наш ежедневный обзор от 26 сентября 2008 г.) не вылилось во что-то конкретное, и на фоне серьезных ожиданий относительно снижения цен на коммерческую недвижимость мы не думаем, что данный процесс будет быстрым (достаточно взять примеры Марты, АЛПИ).

Мы находим кредитные риски Самохвала очень высокими и рекомендуем облигации Самохвал (67.8% к погашению) к продаже. В нашем обзоре от 26 сентября мы ошибочно указали датой погашения 21 октября 2008 г., в действительности же это 21 октября 2009 г. Однако наша рекомендация от этого не меняется: мы считаем, что продажа облигаций компании с убытком сейчас оправдана.

*Леонид Игнатьев*

### **Холидей готовится к оферте**

Ритейлер «Холидей» заморозил платежи поставщикам с 22 сентября по 9 октября 2008 г. (источник – Ведомости). По словам топ-менеджера компании, необходимость данной меры связана с подготовкой к прохождению оферты по облигационному выпуску Холидей Финанс 9 октября 2008 г. Мы приветствуем такую финансовую мобилизацию со стороны компании и надеемся, что данная мера будет с пониманием воспринята крупнейшими поставщиками и они не разорвут отношения с торговой сетью. Ведь в конечном итоге производители продуктов питания заинтересованы в работе с компанией, которая демонстрирует высокий уровень финансовой дисциплины, старается всячески снизить риски дефолта, а кроме того, занимает лидирующие позиции в Уральском и Сибирском регионах. Мы считаем, что компания успешно справится с досрочным выкупом своих облигаций и, разумеется, рекомендуем заносить бумаги на оферту.

*Леонид Игнатьев*

### **АвтоВАЗ не принял решения о покупке ИжАвто?**

Как мы писали в ежедневном обзоре от 29 сентября 2008 г., вчера (1 октября) Совет директоров АвтоВАЗа рассматривал вопрос об одобрении сделки по покупке ИжАвто. Сегодня с утра мы получили противоречивую информацию о решении тольяттинского автопроизводителя: Интерфакс пишет о том, что вопрос решился положительно, а источники Коммерсанта среди топ-менеджмента утверждают, что окончательное решение пока не принято. Мы склоняемся к мысли, что данная неопределенность свидетельствует о том, что, скорее всего, АвтоВАЗ все еще заинтересован в покупке, однако пытается тянуть время, чтобы выторговывать более выгодный ценник. Тем не менее, мы продолжаем придерживаться мнения, что фактор поддержки кредитоспособности ИжАвто заработает именно по факту официального заключения соответствующей сделки, а не на основе озвученных планов. Любопытно, что доходность короткого выпуска ИжАвто-2 (оферта в декабре 2008 г.) за последние 4 дня выросла с 30 % до 46 %.

*Леонид Игнатьев*

**НМТП отчитался по МСФО за 1 полугодие 2008 г.**

В понедельник на этой неделе опубликовал свою полугодовую отчетность по МСФО за 2008 г. ведущий игрок российской портовой инфраструктуры – Новороссийский Морской Торговый Порт (НМТП), имеющий рейтинги BB+/Ba2/-. Прирост выручки компании к сопоставимому периоду прошлого года составил 59%, при 2-кратном росте EBITDA и стабильном уровне долга, что в сравнительных показателях привело к росту операционной рентабельности по EBITDA с 40% до 50% при одновременном снижении долговой нагрузки до 1.9x в терминах Долг/EBITDA. Отметим, что еще год назад финансовый левередж был очень высок (Долг/EBITDA 4.6x) и начал приходить в умеренные рамки в последние 12 месяцев.

Анализируя отчет о прибылях и убытках, мы сделали вывод, что рост операционной рентабельности был вызван в большей степени ростом доли перевалки высокорентабельных грузов (нефть и нефтепродукты, продукция металлургии). При этом негативные последствия радикального снижения грузооборота по зерну (более чем в 2 раза) были полностью компенсированы.

Компания намеревалась прибегать к новым долговым заимствованиям только для осуществления сделок M&A, а на обычный сарех направлять средства из собственного денежного потока. Мы думаем, что в текущих условиях компания пересмотрит свои аппетиты только в части M&A, и, таким образом, серьезной угрозы роста долговой нагрузки мы не видим.

Несмотря на фундаментальную крепость кредитного профиля НМТП и убедительную динамику улучшения финансовых показателей, мы не можем рекомендовать длинный евробонд Novoport 2012 (почти 14%) к покупке. В настоящее время он фактически лежит на кривой евробондов сотовых телекомов, имеющих идентичные с НМТП рейтинги.

*Леонид Игнатьев*

**Синергия: владельцы облигаций первой серии могут спать спокойно**

Вчера Группа «Синергия» провела конференц-колл, посвященный результатам компании по итогам 1-го полугодия 2008 г. Мы довольно детально освещали эти результаты в нашем вчерашнем ежедневном обзоре, сейчас же приводим наиболее интересные моменты из телефонной конференции:

- Лейтмотивом выступления менеджмента компании стало заявление о том, что российский алкогольный рынок ждут радикальные изменения. Насколько мы поняли, Синергия просто завалена предложениями о продаже со стороны российских производителей ЛВИ. Однако компания не спешит с новыми приобретениями и старается вести консервативную финансовую политику. Синергия пока не планирует новых приобретений до конца 2008 г., а CAPEX на вторую половину года составит около \$ 10 млн. Впрочем, как мы понимаем, это вовсе не означает, что сделки M&A невозможны вовсе.

- Группа также заявила, что у некоторых из российских производителей ЛВИ, входящих в десятку крупнейших в РФ, серьезные проблемы с рефинансированием (добавим от себя: со всеми вытекающими отсюда последствиями).

- Менеджмент также представил прогнозные предельные значения по итогам 2008 г. Прогноз по выручке довольно скромный – \$ 700 млн (~17.5 млрд руб.), тогда как ноябрь и декабрь – традиционно ударные месяцы для компании с точки зрения продаж. Даже элементарное деление полугодовых продаж на 0.4 (в 2007 г. полугодовая выручка составила 40 % от годовых продаж) дает нам выручку в размере 28 млрд руб.

- Прогноз по максимальному объему чистого долга – \$ 300 млн. Для сравнения: по итогам 1-го полугодия чистый долг составил 6.5 млрд руб. (\$ 260 млн). Большая часть привлеченных средств будет направлена на пополнение оборотных средств. Кстати, банковские кредиты (4.7 млрд руб.) Группы в основном являются обеспеченными.

- Похоже, что Группа уже столкнулась с невыплатами и просрочками региональных ритейлеров, кризис среди которых может нанести урон бизнесу Синергии. Крупнейшие же сети злоупотребляют своей властью, увеличивая рассрочку по полученным товарам. Между тем кредиторская задолженность Группы существенно сократилась на фоне роста запасов и дебиторской задолженности.

- Синергия не пояснила, как будет осуществлять рефинансирование в 2009 г., отметив лишь, что общий объем невыбранных лимитов составляет около 2 млрд руб. Предварительные договора заключены с такими банками, как Сбербанк, ВТБ, Альфа-Банк. Что касается оферты по первому облигационному выпуску, которая состоится 29 октября, то компания сообщила, что у нее есть доступ к рефинансированию на сумму 1 млрд руб., что полностью покрывает объем выпуска. Других краткосрочных займов с погашением до конца 2008 г. у Синергии нет.

- Менеджмент также опроверг опубликованную газетой «Ведомости» новость касательно кредита под 30 % на сумму 350 млн руб. (см. наш вчерашний обзор). Диапазон по ставке – юридическая формальность и не имеет ничего общего с реальной эффективной процентной ставкой для компаний Группы.

- Доля Синергии по итогам 1-го полугодия 2008 г. в натуральном выражении составила 10 %, по итогам 2008 г. Группа планирует занять 12 % российского алкогольного рынка. Однако основная задача, которую ставит перед собой менеджмент, – уже не количественный, а качественный рост продаж: акцент будет сделан на премиальном сегменте (Русский лед, Мягков). Именно этот сегмент демонстрирует наибольший рост спроса на фоне довольно высокой маржи.

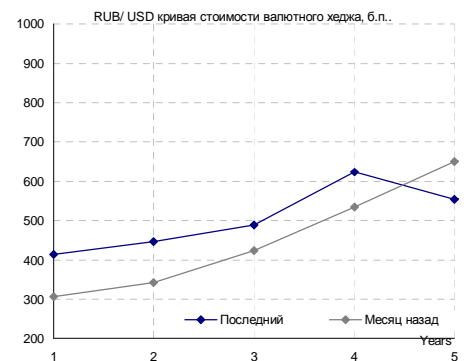
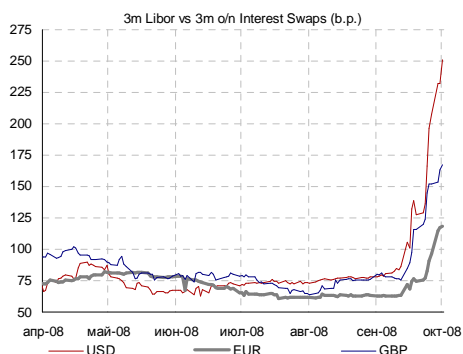
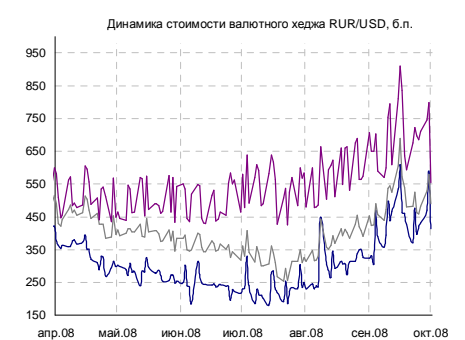
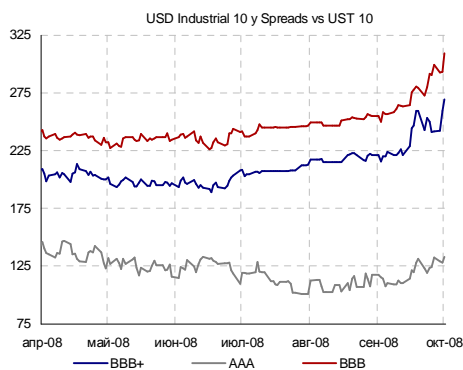
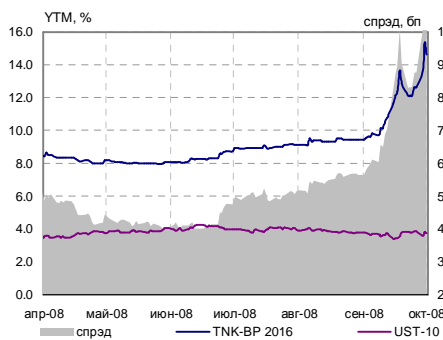
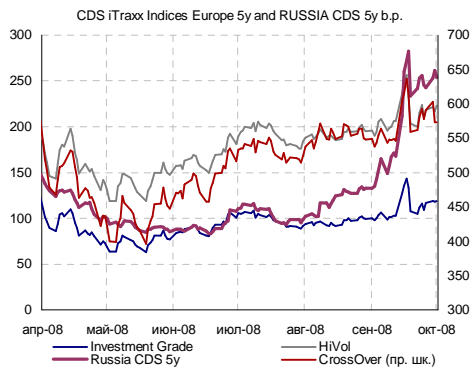
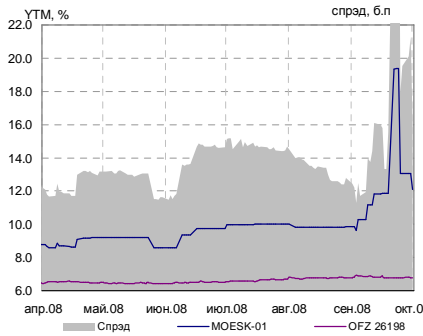
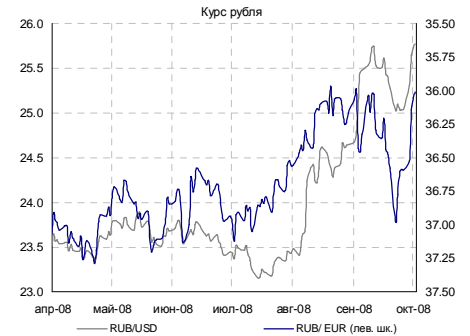
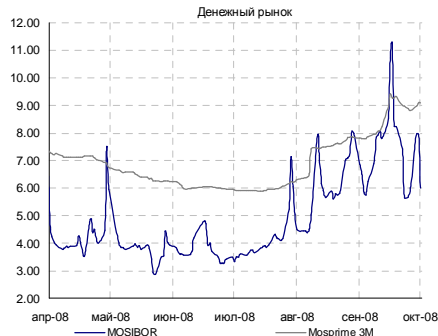
**Резюме**

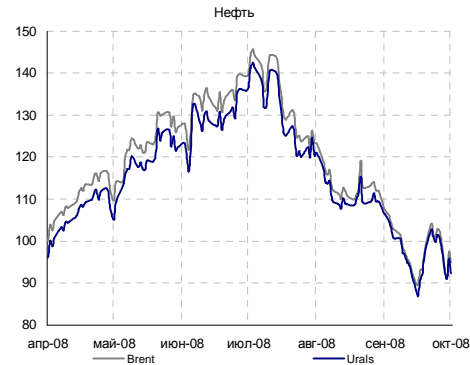
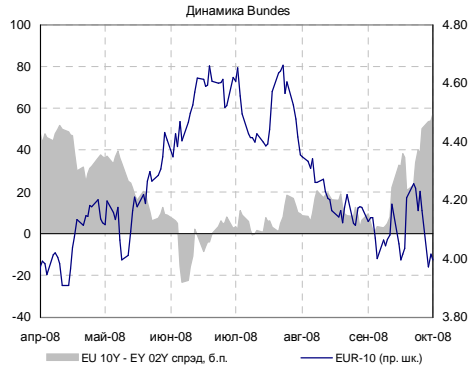
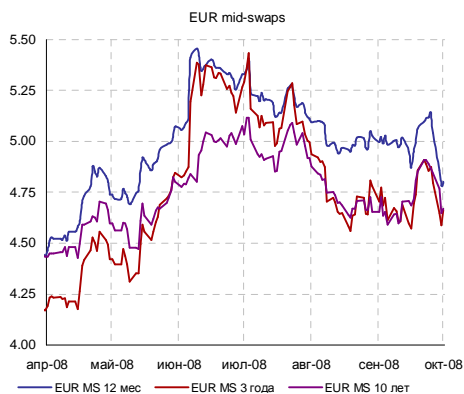
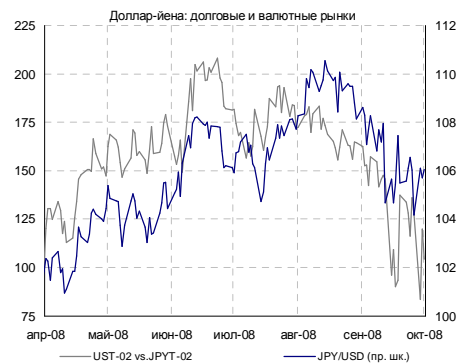
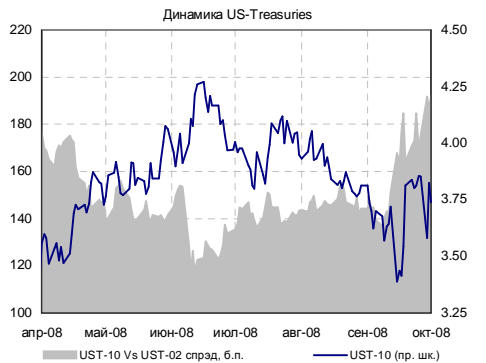
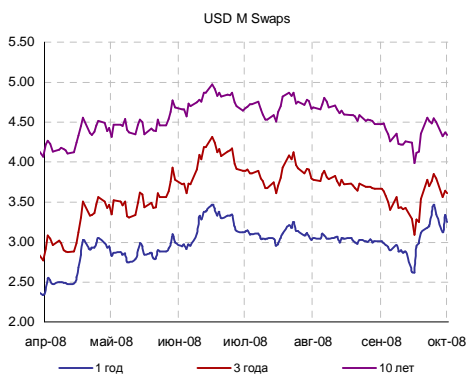
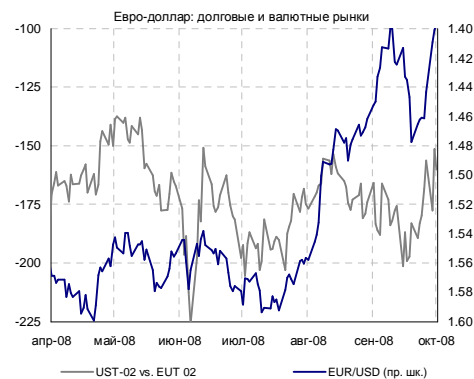
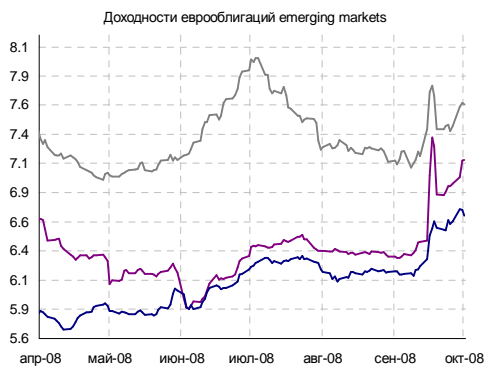
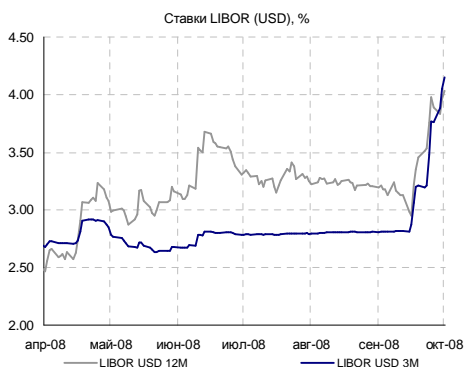
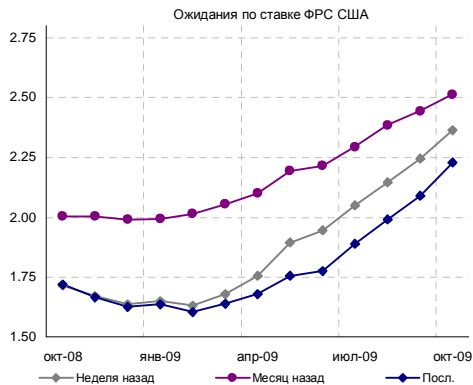
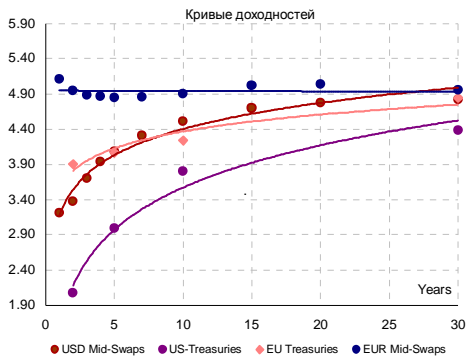
Главный вопрос, который сейчас волнует держателей облигаций Синергии, – сможет ли компания своевременно рефинансировать свои краткосрочные обязательства, объем которых, на наш взгляд, сейчас довольно велик. К сожалению, менеджмент Синергии не смог дать детальной информации при ответе на этот вопрос. В то же время, уверенность менеджмента в способности компании пройти оферту вселяет в нас некоторый оптимизм.

С большой долей уверенности можно ожидать, что Синергия сможет выкупить облигации в ходе первой оферты, и это действительно хорошая новость для держателей облигаций первой серии. Перспективы на 2009 год менее ясны, поскольку в течение 1-го полугодия 2009 г. Группе предстоит рефинансировать 5.6 млрд руб., в том числе выпуск второй серии объемом 2 млрд руб. в январе 2009 г.

Мы рекомендуем держателям облигаций Синергии дожидаться оферт (если есть такая возможность) и не поддаваться панике, царящей сейчас на финансовых рынках.

*Анастасия Михарская*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
08.10.08	
09.10.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.

## КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	ЕПК-1	1 000	Погаш.	-	1 000
СЕГОДНЯ	НОК-02	400	Оферта	100	400
СЕГОДНЯ	РазгуляйФ1	2 000	Погаш.	-	2 000
СЕГОДНЯ	РусМасла-2	1 000	Оферта	100	1 000
СЕГОДНЯ	СевКаб 03	1 500	Оферта	100	1 500
СЕГОДНЯ	ХолидФин1	1 500	Оферта	100	1 500
03.10.2008	АВТОВАЗБ-1	800	Оферта	100	800

\* 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
03.10.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	сен.08	49.5	49.90	43.5
СЕГОДНЯ					
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	

## 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

**Игнатьев 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.