

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	47.44	-1.09	-2.25	Evraz' 13	44.50	0.23	33.97	-7
Нефть (Brent)	49.72	-1.28	-2.51	Банк Москвы' 13	-	0.00	23.15	1
Золото	734.00	-13.50	-1.81	UST 10	102.78	0.63	3.53	0
EUR/USD	1.2626	0.00	-0.19	РОССИЯ 30	81.87	-2.68	11.09	52
USD/RUB	27.4263	-0.01	-0.03	Russia'30 vs UST10	756			59
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (0.5%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	247			-5
USD LIBOR 3m	2.24	0.00	0.11	Libor 3m vs UST 3m	215			4
MOSPRIME 3m	21.50	2.25	11.69	EU 10 vs EU 2	148			3
MOSPRIME o/n	22.67	12.84	130.62	EMBI Global	715.96	0.60		4
MIBOR, %	21.86	12.40	131.08	DJI	8273.6	-2.63		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	838.70	-102.50	-31.65	Russia CDS 10Y \$	777.61	8.21		43
Сальдо ливн.	-199	-108.80	120.62	Gazprom CDS 10Y \$	1138.28	7.04		75

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

- Парадоксы с рублевой ликвидностью
- Продажи в 1-м эшелоне накануне размещения нового выпуска РЖД
- Оферты: «зачет» у троих
- Краткосрочный взгляд

### Глобальные рынки

- Сессия «подбитых уток»
- Макростатистика США: в ожидании худшего
- US-Treasuries растут, российский риск продают

### Корпоративные новости

- Аптеки потеряли Протек
- АФК «Система» ждет денег от ВЭБа и решения о выкупе доли Связьинвеста
- МОЭСК: нейтральные результаты полугодия
- МСФО Северстали за 9 месяцев 2008 г.: риски рефинансирования невелики
- TPG снова интересуется 7 Континентом

### Distressed Debt

- Русснефть: вокруг компании сгущаются новые тучи

## Новости коротко

### Экономика РФ

- По словам вице-преьера Алексея Кудрина, по итогам саммита G20 Россия, активный получатель кредитов **МВФ** в 1990-х, сама начнет кредитовать МВФ – до конца года на это, возможно, потребуется \$ 1 млрд. / Коммерсантъ

### Новости эмитентов

- ВТБ** профинансирует проекты компании «**ДОН-Строй**» в сфере жилищного строительства. Стороны заключили ряд долгосрочных соглашений, предполагающих выделение банком компании кредитов в объеме \$ 500 млн. Полученные средства ДОН-Строй направит в первую очередь на финансирование проектов, находящихся на финальной стадии реализации, темпы строительства которых могут быть значительно ускорены за счет привлечения заемных средств. / Cbonds
- Президенты **Ассоциации российских банков** и **Ассоциации региональных банков** России считают несвоевременным принятие проекта закона, предусматривающего поэтапное повышение требований к минимальному значению собственных средств для действующих кредитных организаций до 180 млн руб. Главы ассоциаций направили совместное письмо председателю ЦБ РФ Сергею Игнатьеву, в котором просят поддержать позицию банковского сообщества. / Финмаркет

- n Evraz Group подала заявку в ВЭБ на предоставление ей кредита. Сумма заявки – \$ 1.8 млрд; деньги нужны компании на погашение части бридж-кредита, привлеченного весной на покупку активов канадской Ipsco. / Ведомости
- n **Северсталь** рассматривает возможность подачи заявки в ВЭБ. / Ведомости
- n Владелец **Седьмого Континента** Александр Занадворов, 2 недели назад получивший margin call по кредиту Deutsche Bank на \$ 560 млн, может продать сеть. 75 % заложенных в Deutsche Bank акций компании уже заинтересовались фонды Baring Vostok Capital Partners (BVCP) и TPG. Текущая биржевая стоимость пакета пока покрывает личный долг Занадворова перед банком – \$ 576 млн. / Коммерсантъ
- n Ставка 1-го купона по облигациям **ОАО «РЖД»** серии 09 определена в размере 13.5 %. Размещение облигационного займа ОАО «РЖД» серии 09 объемом 15 млрд руб. начнется 19 ноября 2008 г. По выпуску предусмотрена 1.5-годовая оферта. / Финанс
- n **Пробизнесбанк** покупает средний региональный **Газэнергобанк** при поддержке Агентства по страхованию вкладов. / Рейтер

#### Ликвидность

- n 20 ноября 2008 г. состоится аукцион по размещению временно свободных средств **Фонда ЖКХ** на банковские депозиты в уполномоченных банках. Фонд планирует разместить на банковские депозиты 8 млрд руб. сроком на 13 дней. / Финанс
- n **ЦБ РФ** в ходе аукциона по предоставлению беззалоговых кредитов разместил средства суммарным объемом 143.074 млрд руб. при максимальном объеме 150 млрд руб. Минимальная процентная ставка по предоставляемым кредитам – 11.25%, средневзвешенная ставка – 12.99 %. / Cbonds

#### Кредитные рейтинги

- n Standard & Poor's подтвердило долгосрочный рейтинг в иностранной валюте **Внешэкономбанка** на уровне «BBB+». Прогноз рейтингов – «негативный». / S&P
- n Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента в иностранной и национальной валюте «BBB+» **ОАО «Российские железные дороги»**. Прогноз – «стабильный». / Fitch
- n Standard & Poor's понизило долгосрочный кредитный рейтинг российской региональной электро- и теплоснабжающей компании **АО ЭиЭ «Иркутскэнерго»** с «В+» до «В-». Рейтинг оставлен в списке CreditWatch с «негативным» прогнозом, куда он был помещен 22 июля 2008 г. ввиду очень слабой ликвидности. / S&P

#### Оферты/купоны

- n **ОАО «Сахатранснефтегаз»** назначило ставку 5-6-го купонов по облигациям серии 01 в размере 12.5 %. / Cbonds

## Внутренний рынок

## Парадоксы с рублевой ликвидностью

Проблемы с рублевой ликвидностью снова вышли вчера на первый план, что не может не отражаться на рынке негативно. Ставки на денежном рынке выросли до 12-14 %, Mosprime зафиксировался выше 22 %, а ставки в контрактах по валютным свопам достигали 80-120 % годовых.

Парадоксы с ликвидностью удивляют нас. Вчера ЦБ выдал банкам в рамках операций РЕПО порядка 200 млрд руб., в рамках беззалоговых аукционов – более 143 млрд руб. (банки забрали практически все).

Основные проблемы, по всей видимости, приходят из области валютного контроля и борьбы с оттоком капитала. Вследствие ограничений по операциям валютный своп с ЦБ и предостережений относительно увеличения валютной позиции банки, у которых есть рубли, неохотно заключают сделки с контрагентами, у которых есть валюта, но нужны рубли. Таким образом, еще один основной источник ликвидности – продажа долларов накануне налоговых платежей и возврата средств (всего 250 млрд руб.), полученных в ходе аукциона Минфина, который состоялся около месяца назад, – оказался перекрыт.

В настоящее время банки должны Минфину, ЦБ и фонду ЖКХ порядка 1840 млрд руб. (включая те 250 млрд руб., которые должны будут отдать завтра).

Сегодня мы наблюдаем абсолютную парадоксальную ситуацию. Регуляторы провели агрессивную инъекцию денежных средств в банковскую систему, однако из-за высоких ожиданий по ослаблению рубля рублевая ликвидность переведена в валюту. При этом взять валюту и обменять ее на рубли нельзя. Точнее сказать, можно, но очень дорого. После известных событий увеличивать валютную позицию стало опасно.

Ситуация должна стабилизироваться, тем не менее, в период до конца месяца, при прочих равных условиях, можно будет наблюдать новый рост ставок.

Вчера мы писали, что курс рубля к бивалютной корзине вырос до 30.50 с 30.60. Это оказалось техническим движением. Сегодня RUB/USD – 27.44 руб.; EUR/RUB – 34.57 руб.; курс бивалютной корзины зафиксирован на уровне 30.65 руб. за доллар. Острота дефицита ликвидности немного спала, но ставки все равно остаются высокими. Отрицательное сальдо банков с ЦБ составляет 122.6 млрд по сравнению со 199 млрд днем ранее. Объем РЕПО с ЦБ несколько выше – 193 млрд руб., но учитывая, что ЦБ не проводит беззалоговых аукционов, банки по итогам дня должны спросить меньше средств.

Отстатки и депозиты на корсчетах в ЦБ немного выросли – 510 млрд против 500.5 млрд руб. на корсчетах и 362.4 против 343.9 млрд руб. – на депозитах.

Ставки на МБК остаются высокими (около 10-12 %), но пока не достигли максимумов предыдущего дня.

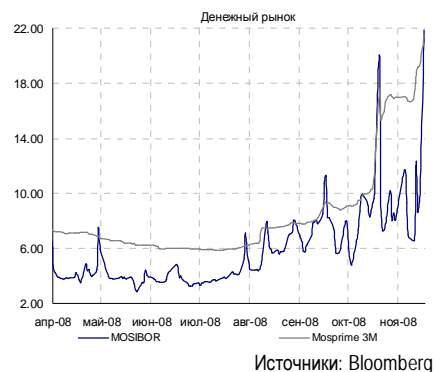
## Продажи в 1-м эшелоне накануне размещения нового выпуска РЖД

На рынке облигаций вчера существенных перемен не произошло. Активность немного выросла, но в целом осталась на низком уровне. Довольно хороший оборот прошел в выпуске облигаций МОЭК-01 (+4.3 %; УТР – 18.3 %).

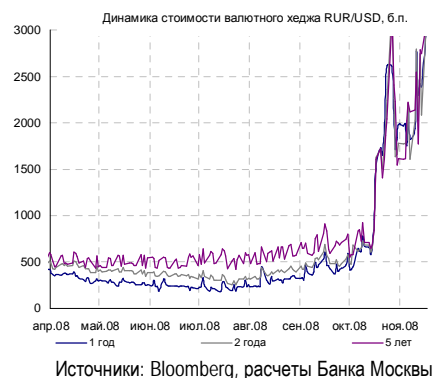
Из заметных движений в 1-м эшелоне мы отмечаем продажи в выпусках РЖД-08 (-2.35 %; УТР – 14.98 %); ВымпелКом-01 (-0.5 %; УТР – 25.2 %), ГПБ-01 (-5.13 %; 17.99) и РСХБ-03 (-2.3 %; УТР – 17.99 %). В нормальных (некризисных) условиях мы предположили бы, что участники синдиката или другие инвесторы готовятся к завтрашнему размещению. Сейчас верится в это достаточно слабо, поскольку если это действительно так, то размещение облигаций РЖД грозит очередным обвалом котировок рублевых облигаций, на этот раз уже 1-го эшелона. Вчера, как мы и предполагали, ориентир по купону РЖД был назван в 13.5 % годовых (УТР - около 14.0 % годовых). Это неудовлетворительная доходность, если исходить хотя бы из текущего рынка РЖД-08 (около 15 %).

Сегодня во вторичное обращение выходят облигации МТС-02 (список «В»). Рынка в бумаге пока нет. С утра мы видели bid по цене 99 % от номинала, что соответствует доходности в размере 15 % годовых.

*Егор Федоров*

Дефицит рублевой ликвидности  
наблюдается как на внутреннем рынке...

## ...так и на внешнем



**Биржевые торги отдельными бумагами**

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25060	99.60	11	41000.0	29.04.2009		98.30	-0.52	10.09
ОФЗ 46002	158.40	17	62000.0	08.08.2012		96.90	0.73	9.71
ВИА АИЖК А	304.93	6	7845.9616	15.03.2040	30.07.2009	91.50	-2.66	23.83
ВК-Инвест1	134.68	7	10000	19.07.2013	22.01.2010	85.50	-0.47	25.20
ВТБ - 5 об	136.55	2	15000	17.10.2013	23.04.2009	-	0.00	15.51
ВТБ - 6 об	481.70	20	15000	06.07.2016	15.07.2009	95.00	-0.73	17.86
ВТБ-ЛизФ01	7727.33	128	7384.64	06.11.2014	12.11.2009	99.99	5.25	12.67
ВТБ-ЛизФ02	286.95	4	10000	07.07.2015	14.07.2009	95.60	0.63	17.10
ГазпромБ 1	608.26	76	5000	27.01.2011		82.05	-5.13	17.99
Мосэнерго1	387.43	7	5000	13.09.2011	15.09.2009	95.00	-1.04	14.62
МОЭК-01	3028.79	8	6000	25.07.2013	30.04.2009	97.00	4.30	18.30
НФК-3	55.07	11	2000	03.05.2011	28.04.2009	80.50	0.00	84.11
РЖД-08обл	54.42	5	20000	06.07.2011		87.30	-2.35	14.98
РосселхБ 3	90.80	9	10000	09.02.2017	18.02.2010	89.20	-2.30	17.99
РосселхБ 6	63.49	5	5000	09.02.2018	20.02.2009	99.20	0.10	12.19
Русфинанс3	83.40	3	4000	13.05.2009		90.00	7.07	33.79
САНОС-02об	769.64	3	3000	10.11.2009		92.20	0.22	20.00
СпортМ-Ф-1	496.38	2	3000	21.05.2010	21.11.2008	-	0.00	18.71
Терна-Ф 02	129.38	13	1500	04.11.2011	06.11.2009	100.00	2.56	12.35
ТрансКонт1	316.26	11	3000	26.02.2013	03.03.2009	96.20	0.21	24.94
ТрансКред3	86.75	4	5000	07.07.2011	07.01.2010	90.00	4.65	21.22
ФСК ЕЭС-02	142.85	6	7000	22.06.2010		88.99	-1.67	17.02
ХортексФ-1	61.50	2	1000	14.08.2013	15.02.2012	100.00	0.00	13.40
ЦентрТел-4	687.44	9	5622.595	21.08.2009		98.60	0.72	16.35

Источники: Cbonds, Банк Москвы

**Оферты: «зачет» у троих**

Проблем с платежами по публичным долгам вчера не было. По крайней мере, на момент написания обзора мы об этом не знали. Отрадно, что все три оферты, исполнение которых было назначено на вчера, были исполнены. «Зачет» у выпусков ВТБ-Лизинг-Финанс-01, ПТПА-01 и КБ Центр-Инвест. Все три эмитента практически полностью выкупили свои выпуски с рынка.

В отношении проблемных долгов эмитентов 3-го эшелона мы отмечаем три новости, касающиеся реструктуризации обязательств Аркады, реструктуризации структуры бизнеса СЗЛК и комментарии гендиректора ИНПРОМа относительно последних разбирательств вокруг оферты по облигациям 2-й и 3-й серий.

**Краткосрочный взгляд**

Ситуация на внешних рынках остается неопределенной. Итоги саммита G-20 пока не вызывают оптимизма у большинства инвесторов. Впрочем, мы позитивно воспринимаем прошедшую встречу (см. наш комментарий от 17.11.2008 г.). Влияние на российский долговой рынок в ближайшее время будут оказывать события на денежном и валютном рынке, где ситуация с ликвидностью остается напряженной.

Завтра, 19 ноября, состоится аукцион по размещению рублевых облигаций РЖД на сумму 15.0 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 13.5 % – сложно назвать рыночным, однако мы все же связываем определенные надежды с проведением аукциона по размещению РЖД, который хотя бы номинально сможет оживить первичный рынок.

*Егор Федоров*

**Глобальные рынки****Сессия «подбитых уток»**

Принятие экстренных мер помощи реальной экономике в США откладывается. Республиканцы всячески отодвигают проекты, которые предлагают демократы. Пакет помощи автопроизводителям в размере \$25 млрд. откладывается. Генри Полсон не собирается распечатывать второй транш из \$700 млрд. программы TARP на \$350 млрд., делая еще более призрачными надежды автоконцернов получить доступ к TARP.

Ситуация, когда новоизбранный Президент не вступил в свои права, а проигравшая выборы партия ставит палки в колеса новым мерам получила название - сессия хромых уток/

Справка:

Lame-duck session: сессия «подбитых уток» - сессия законодательного собрания старого состава, которая созвана в период между окончанием выборов и началом работы законодательного собрания нового состава. В Конгрессе США такая сессия проходит в четном году, следующем за ноябрьскими выборами. Часть принимающих участие в сессии законодателей - проигравшие на выборах «хромые утки».

Для финансовых рынков вся эта лирика не несет ничего хорошего. Негативные последствия от краха одного из трех крупнейших автопроизводителей будут сравнимы с негативными последствиями от краха Lehman Brothers.

**Макростатистика США: в ожидании худшего**

Экономические данные вышли вчера не такими мрачными, как того ожидали экономисты. Индекс ФРБ Нью-Йорка снизился до 25.4 с 24.6 пунктов против ожиданий снижения до -30 пунктов. Тем не менее, снижение индекса означает общее ухудшение бизнес-условий в экономике. Очень многие экономисты обеспокоены негативными данными по розничным продажам, которые были опубликованы в пятницу. Ожидается, что снижение розничных продаж может смультиплицировать на темпах роста ВВП, а цифры, которые должны быть опубликованы 25 ноября, окажутся заметно хуже первоначальной оценки (-0.3%).

**US-Treasuries растут, российский риск продают**

Негативный макроэкономический фон толкает котировки US-Treasuries вверх. Вчера кривая доходности UST снизилась на 4 - 8 б.п. Доходность 10-летних UST составляет 3.64%, что на 30 б.п. ниже максимума 3.9%, когда инвесторы продавали us-treasuries на опасениях увеличения объема госдолга США. Сегодня острота этой проблемы снизилась. Казначейство США пока оставляет второй транш программы TARP в объеме 350 млрд. руб. – не тронутым.

Котировки еврооблигаций emerging markets вчера слегка выросли. В суверенных еврооблигациях России, Бразилии и Венесуэлы преобладали позитивные настроения на фоне ралли в US-Treasuries.

Спрэды CDS российских компаний снова выросли. 5-летний CDS ВТБ достиг 1273 б.п. (+83 б.п.), CDS Газпрома достиг 1138 (+74 б.п.). Спрэд CDS России вырос на 61 б.п. и достиг 807 б.п.

*Егор Федоров*

**Корпоративные новости****Аптеки потеряли Протек**

По информации газеты «Коммерсантъ», компания «Протек» – один из крупнейших российских фармацевтических дистрибуторов – заявила о прекращении работы с крупнейшей аптечной сетью 36.6. Объем дебиторской задолженности сети перед Протеком достиг 740 млн руб., в результате чего последний обратился в московский арбитражный суд. Издание также приводит информацию другого дистрибьютора (СИА Интернешнл), который утверждает, что задолженность Аптек перед поставщиками превышает стандартную рассрочку в 90 дней.

В начале ноября (см. наш обзор за 1 ноября 2008 г.) мы уже писали о том, что Аптеки направили части своих поставщиков письмо с предложением реструктуризировать задолженность до следующего года или снизить цену на уже отгруженную продукцию до 20-25 %.

Мы вновь подчеркиваем, что рассрочка по платежам со стороны ритейлеров на отгруженную продукцию является обычной практикой в этом бизнесе. С точки зрения обслуживания бланкового долга возможность кредитоваться за счет поставщиков дает компании дополнительную финансовую мобильность. В то же время, потеря столь крупного дистрибьютора, на которого, по данным Фармэксперта, у Аптек приходится до 20 % поставок, может негативно повлиять на дальнейшую деятельность компании, спровоцировав аналогичные действия со стороны других поставщиков. С другой стороны, мы отмечаем большую гибкость Протека, который имеет собственную розничную сеть для реализации своей продукции в отличие от ряда других дистрибуторов. Кстати, поведение Протека вполне объяснимо – в условиях замороженного кредитного рынка эмитент, уже «отпугнувший» участников низкой финансовой и информационной прозрачностью, может полагаться только на себя и свои собственные средства.

**Рекомендации**

Учитывая размер Аптечной сети 36.6 (№1 в России), а также социальную важность обеспечения бесперебойной поставки лекарств, мы считаем, что Аптеки вполне могут рассчитывать на помощь государства в случае возникновения кризисной ситуации. В то же время, мы по-прежнему не рекомендуем к покупке рублевые облигации компании (цена – 50-60 % от номинала).

*Анастасия Михарская*

**АФК «Система» ждет денег от ВЭБа и решения о выкупе доли Связьинвеста**

В интервью Bloomberg TV бенефициар АФК «Система» Владимир Евтушенков сказал, что компания готовит для подачи в ВЭБ заявку на \$2.0 млрд для рефинансирования внешнего долга. Вторую новость по компании мы нашли в «Коммерсанте». Минкомсвязи направило письмо на имя вице-преьера Сергея Иванова, в котором говорится, что ведомство не возражает против покупки государством 25% акций Связьинвеста, принадлежащих АФК «Система».

Реализацию на практике выделения кредита на \$2.0 млрд вместе с положительным ответом Правительства в отношении пакета АФК «Система» в Связьинвесте мы бы сочли очень положительной новостью для кредитоспособности как материнской компании группы, так и ее основного актива – МТС. Вероятность выделения кредита мы оцениваем как высокую – компания, как нам кажется, подпадает под все требования ВЭБа, а ряд активов группы, в частности Ситроникс, можно с полным правом отнести к стратегическим. Позиция Минкомсвязи, озвученная вчера, – это хорошее подспорье для решения о выкупе миноритарного пакета Системы в компании, приватизация которой в обозримом будущем не состоится.

Как мы писали в комментариях в конце прошлой недели, пока мы нейтрально относимся к еврооблигациям MTS 2010 и MTS 2012 (19-20%) и Sistema 2011 (почти 37%). Однако по факту получения кредита от ВЭБа мы ожидаем увидеть покупки в выпуске Системы и снижения доходности до 25%.

*Леонид Игнатьев*

**МОЭСК: нейтральные результаты полугодия**

На прошлой неделе Московская областная электросетевая компания опубликовала отчетность по итогам 1-го полугодия 2008 г. по МСФО. К сожалению, поскольку конвертация акций МГЭСК в акции МОЭСК проходила уже после завершения отчетного периода (1 июля 2008 г.), отчетность представлена не в виде консолидированной проформы объединенной компании, а в виде двух самостоятельных отчетов.

**Основные моменты отчетности**

- На фоне роста выручки (+84 %) МОЭСК показала существенное снижение рентабельности на уровне операционной прибыли и EBITDA.
- Совокупный долг МОЭСК (включая лизинговые обязательства) достиг 34 млрд руб. После отчетной даты МОЭСК разместила векселя объемом 5 млрд руб.
- Показатель Чистый Долг/EBITDA у МОЭСК пока остается на комфортном уровне (<3X). Чистый долг у МГЭСК отсутствует.

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

	6М2007	6М2008	Изменение
Выручка	16 236.0	29 867.6	84.0%
Операционная прибыль	3 066.3	4 024.0	31.2%
ЕВITDA	5 093.1	6 706.3	31.7%
Чистая прибыль	1 824.3	2 422.5	132.8%
Операционная рент-ть	18.9%	13.5%	-5.4%
Рент-ть по EBITDA	31.4%	22.5%	-8.9%
Чистая рент-ть	11.2%	8.1%	-3.1%

Источник: МОЭСК

**Резюме**

Кредитный профиль МОЭСК остается достаточно крепким, несмотря на возросший объем долга, и мы не сомневаемся в безусловной господдержке компании в случае необходимости. В то же время, рублевые облигации МОЭСК (13-17 % к погашению в сентябре 2011 г.) сейчас не представляют интереса. К тому же, рано или поздно (скорее это будет рано) МОЭСК придется появиться на публичном долговом рынке, где ставки, как мы ожидаем, могут быть заметно выше даже в случае не вполне рыночного размещения.

Анастасия Михарская

**Финансовые показатели МОЭСК и МГЭСК, МСФО, млн руб.**

	МОЭСК		МГЭСК	
	2007	6М 2008	2007	6М 2008
Выручка	38 669.6	29 867.6	15 699.1	9 375.2
Операционная прибыль	9 856.8	4 024.0	4 551.8	2 045.7
ЕВITDA	14 309.7	6 706.3	5 704.5	3 173.2
Чистая прибыль	6 626.7	2 422.5	4 478.3	1 388.2
Активы	120 990.7	196 106.5	43 836.0	63 755.4
Долг	30 716.4	42 532.9	1 462.5	3 671.1
Краткосрочный долг	9 917.0	15 660.9	0.0	0.2
Долгосрочный долг	20 799.4	26 872.0	1 462.5	3 670.9
Чистый долг	25 925.7	33 946.0	1 313.6	0.5
СК	55 577.5	83 856.1	22 033.0	28 240.8
Рент-ть EBITDA	37.0%	22.5%	36.3%	33.8%
Операционная рент-ть	25.5%	13.5%	29.0%	21.8%
Чистая маржа	17.1%	8.1%	28.5%	14.8%
Долг/Выручка	79.4%	64.1%	9.3%	17.6%
Долг/EBITDA	2.1	2.9	0.3	0.5
Чистый долг/EBITDA	1.8	2.3	0.2	-
EBITDA/Проценты	18.5	9.2	-	24.4
Долг/Активы	25%	22%	3%	6%
Долг/СК	0.6	0.5	0.1	0.1
Долгоср. долг/ Долг	68%	63%	100%	100%

\* в годовом выражении

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

**МСФО Северстали за 9 месяцев 2008 г.: риски рефинансирования невелики**

Сегодня Северсталь (ВВ/Ва2/ВВ) отчиталась по МСФО за 9 месяцев 2008 г. В представленной отчетности можно выделить два ключевых момента:

- практически неизменившуюся операционную рентабельность за отчетный период по сравнению с аналогичным периодом прошлого года;
- низкие риски рефинансирования, несмотря на значительную M&A активность во 2-4-м кварталах 2008 г.

По итогам 9 месяцев 2008 г. EBITDA margin Северстали составила 26.5 %, что лишь на 0.6 п.п. выше, чем годом ранее. Основная причина столь скромного результата при резком росте цен на сталь во 2-м квартале 2008 г. – консолидация результатов североамериканского и европейского сегментов компании, рентабельность которых порядком ниже, чем основного бизнеса в России. Так, за отчетный период зарубежные активы Группы давали Северстали почти 40 % выручки, но только 17 % совокупной величины EBITDA. Вместе с тем, рост цен на сталь при вкладе новых активов увеличил выручку компании на 61 % до \$ 18.2 млрд. Размер EBITDA достиг \$ 4.8 млрд, хотя размер OCF был намного скромнее – \$ 2.1 млрд.

Несмотря на интенсивную покупку новых активов в 2008 г., самыми значительными из которых стали Sparrows Point, WCI Steel, Esmark на общую сумму \$ 2.2 млрд, долговая нагрузка Северстали в относительных терминах практически не увеличилась и осталась на очень комфортном уровне (Долг/EBITDA равен 1.1X). Примечательно, что только четверть долга компании (\$ 1.8 млрд) относится к краткосрочному долгу – это едва ли не самый низкий показатель за последние годы.

Еще два момента, комфортных для кредитора компании, – это наличие на балансе компании денежных средств в размере свыше \$ 2.3 млрд (или \$ 3.1 млрд с учетом краткосрочных депозитов) и 5-летняя синдикация на \$ 1.2 млрд, привлеченная в 4-м квартале 2008 г. со ставкой LIBOR+2.35 %. Несложный подсчет показывает, что свободных денежных средств и средств последнего длинного кредита практически полностью хватает на рефинансирование всего короткого долга, ноябрьской покупки PBS Coal за \$ 830 млн и окончательных расчетов по Sparrows Point, WCI Steel и Esmark, которые, согласно отчетности компании, будут сделаны до конца текущего года.

При анализе рисков рефинансирования мы пока не коснулись собственного денежного потока компании. Мы думаем, что его величина в 2009 г. не снизится кардинально: ожидаемое сокращение выручки и EBITDA за счет физического снижения объемов производства и цен на металл будет в большей степени компенсировано полной консолидацией в отчетность Группы с начала года сразу четырех новых активов – только оценочная аннуализированная выручка Sparrows Point, WCI Steel, Esmark за 2008 год, по нашим расчетам, составляет \$ 5.3 млрд. Очевидно, что собственные денежные потоки компании при откладывании инвестпрограммы в \$ 8 млрд (2009-2011 гг.) на неопределенное время превращаются в существенный источник ликвидности для компании и приятную опцию для кредиторов.

Мы подчеркиваем незначительность рисков рефинансирования Северстали, что делает ее короткий выпуск еврооблигаций Severstal 2009, последняя сделка вчера по которому прошла вчера на 2.7 п.п. ниже номинала, привлекательной инвестицией. Цена выпуска Severstal 2013 в районе 40% от номинала далека от уровня оценки реальной кредитоспособности компании и кажется нам крайне заниженной.

*Леонид Игнатьев*

## Ключевые финансовые показатели Северстали

МСФО, \$ млрд	2005	2006	2007	3М 2008	9М 2008	9М 2007
Выручка	10 452	12 449	15 245	4 309	18 152	11 303
ЕВИТДА	2 803	2 918	3 645	1 021	4 809	2 923
ЕВИТ	2 306	2 314	2 842	765	4 038	2 323
Чистая прибыль	2 125	2 112	2 654	452	3 314	1 574
Совокупный долг	2 928	3 006	3 327	4 111	6 784	
Чистый долг	1 600	1 305	1 780	1 705	4 447	
Собственный капитал	5 715	8 554	10 211	10 933	12 027	
Всего активы	11 812	14 713	16 717	18 923	24 966	
ОСФ	1 935	1 730	2 315	695	2 137	1 996
Сарех	1 204	1 244	1 562	414	1 405	1 236
ЕВИТДА margin (%)	26.8%	23.4%	23.9%	23.7%	26.5%	25.9%
Чистая рентабельность (%)	20.3%	17.0%	17.4%	10.5%	18.3%	13.9%
ЕВИТДА/проценты (x)	20.3	20.4	31.7	16.5	22.9	31.8
Долг/ЕВИТДА (x)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1	
Чистый долг/ЕВИТДА (x)	0.6	0.4	0.5	0.4	0.7	
Долг/Активы (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	
Долг/Собственный капитал (x)	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	
Долгосрочный долг/ Долг (%)	66%	68%	71%	69%	73%	

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

## TPG снова интересуется 7 Континентом

Источники газеты «Коммерсантъ» в 7 Континенте, Deutsche Bank и крупном российском ритейлере утверждают, что фонды прямых инвестиций Texas Pacific Group (TPG) и Baring Vostok Capital Partners (BVCP) проявляют интерес к контрольному пакету акций 7 Континента (NR), владельцем которого является А. Занадворов и который является предметом залога по кредиту Deutsche Bank. По информации газеты, фонды сделали его сети совместное предложение поучаствовать в покупке 7 Континента совсем недавно, а BVCP даже делает предварительный due diligence компании.

Мы считаем, что для будущего 7 Континента наиболее вероятны 2 сценария развития событий, причем оба из них в равной степени комфортны для кредиторов компании. Предварительно вероятность этих сценариев мы оцениваем в 50%.

1 сценарий. Проблема margin call по кредиту А. Занадворова от Deutsche Bank решается путем предоставления денег от ВЭБа в сумме, достаточной для его погашения. Напомним, что бенефициар сети такую заявку уже сделал (см. наш ежедневный обзор от 10 ноября 2008 г.). В принципе, кредит взят не самой компанией, а на уровне ее владельца, что формально может служить отказом по заявке. С другой стороны, 7 континент выбран в качестве 10 опорных розничных сетей, которые получает кредитование от Сбербанка и ВТБ, причем первые средства от госбанков компания получила. Возможно, именно статус «системообразующей» сети и не будет способствовать смене владельца, так как такой переход может быть трактован как «по причине существенных затруднений в работе». Далее, государство будет оказывать сети помощь в кредитовании.

2 сценарий. Принцип экономической целесообразности не помешает 7 Континенту получить иностранных акционеров, которые в нашем понимании занимают промежуточное положение между портфельными и стратегическими инвесторами ввиду традиционных горизонтов инвестирования TPG и размеров портфеля. Мы надеемся, что финансовые возможности фондов не сильно размылись в ходе событий последних месяцев, и значительное снижение капитализации московской сети супермаркетов и гипермаркетов выглядят серьезным основанием для выгодной покупки. На наш взгляд, смена акционеров компании не затрагивала бы интересы национальной безопасности, как это можно предположить в случае Норильского Никеля. А преимущества современных технологий и западного опыта для российской розницы финансовый кризис, разумеется, не отменял.

В любом случае облигации 7 Континент (65-70% к оферте в июне 2009 г.) кажутся нам безрисковым и очень высокодоходным вложением.

Леонид Игнатьев

## Distressed Debt

**Русснефть: вокруг компании сгущаются новые тучи**

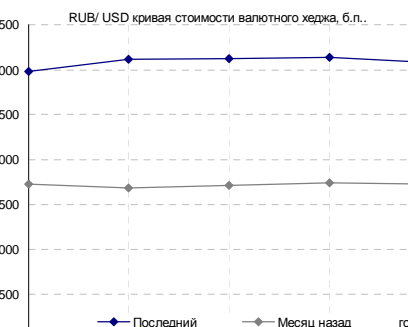
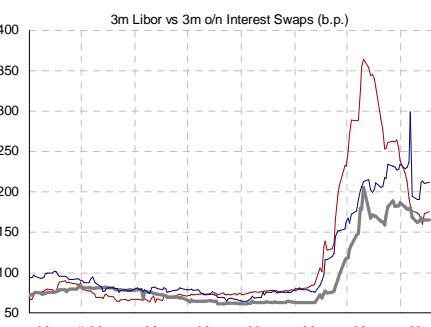
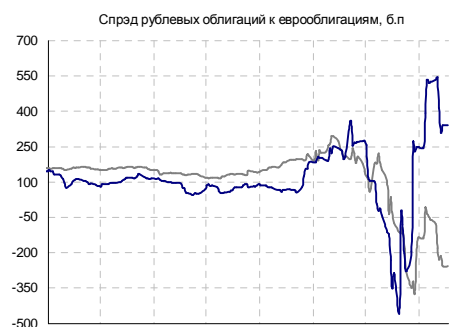
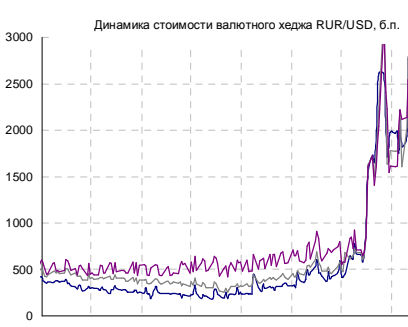
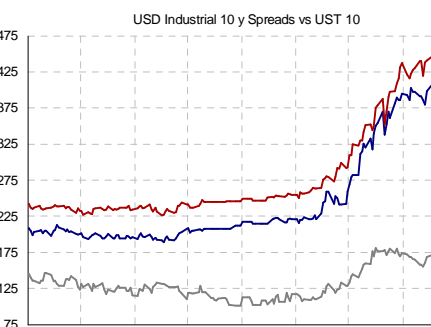
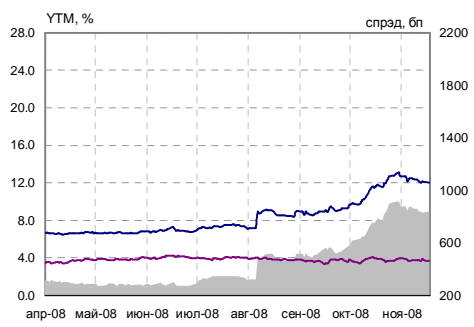
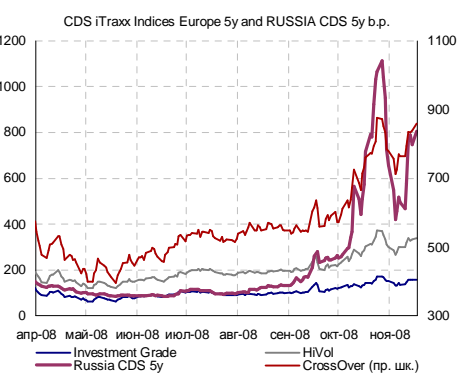
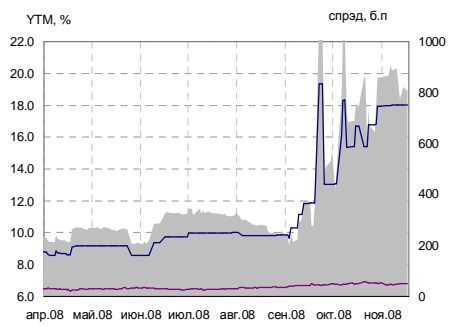
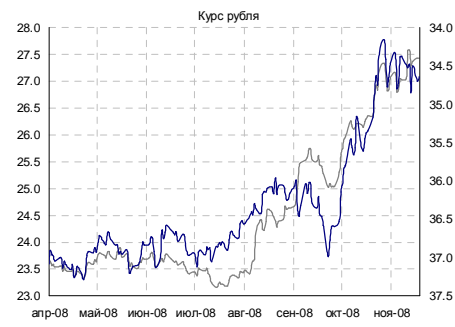
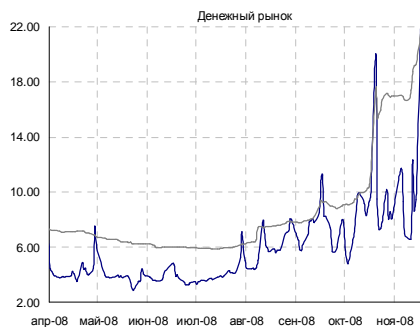
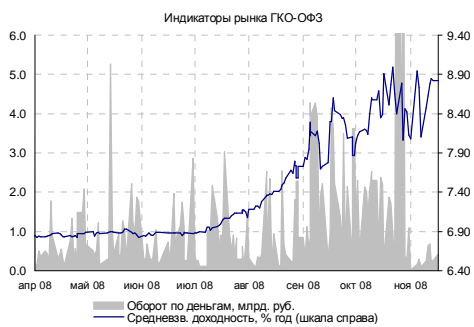
Сразу две негативные новости по Русснефти появились сегодня в СМИ: Коммерсантъ пишет об отзыве Роснедром у компании трех лицензий на разработку месторождений в Томской области, а Ведомости сообщают о попытке дочерней компании Роснефти («Самаранефтегаз») отобрать у Русснефти 50%-ную долю в компании «Западно-Малобалыкское» (выручка в 2007г. – 16.5 млрд руб, извлекаемые запасы – 25 млн тонн.).

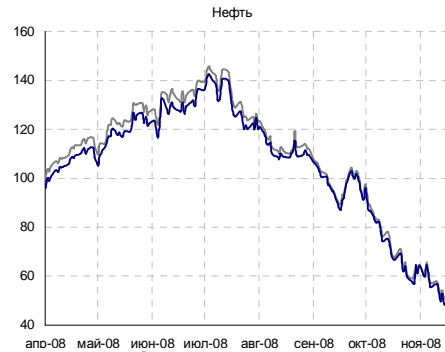
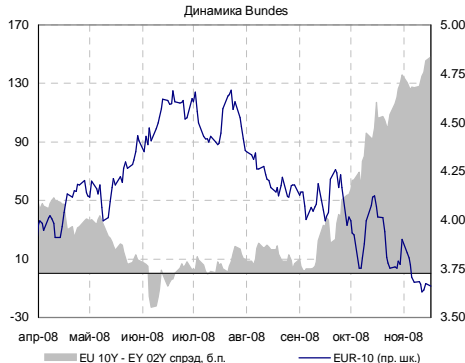
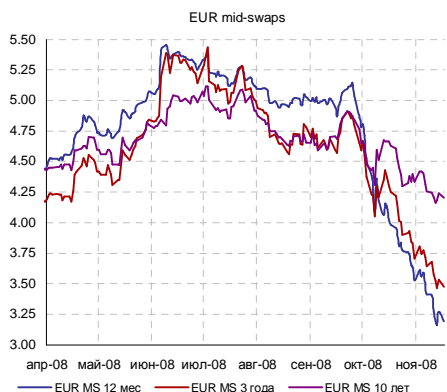
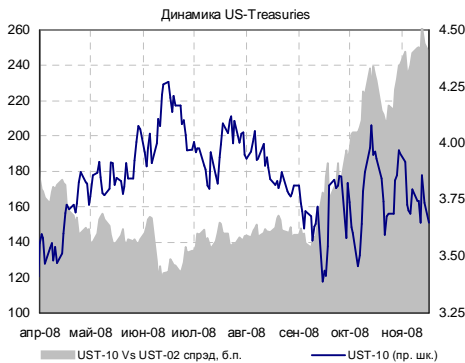
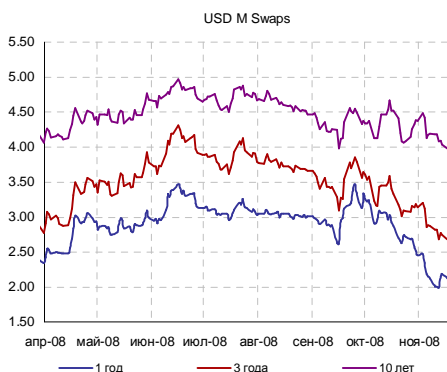
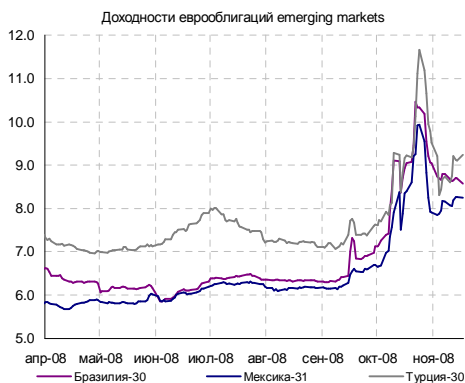
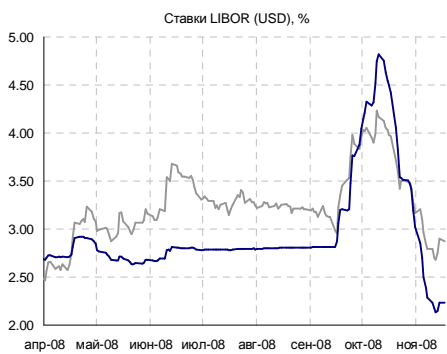
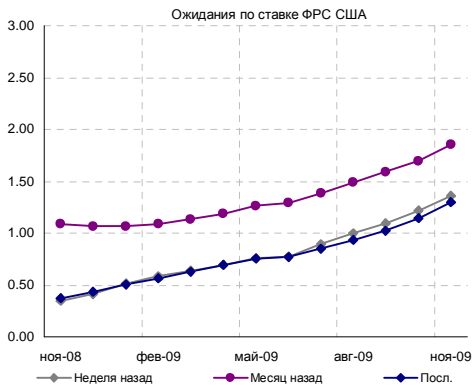
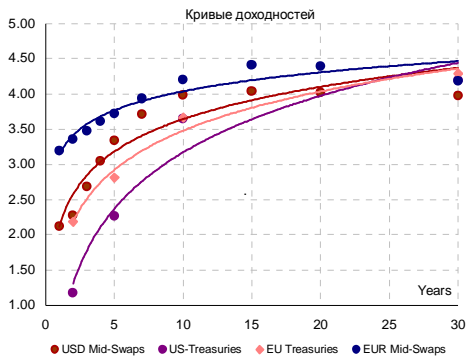
Тогда как первый случай представляется в издании вопросом в общем-то уже решенным, исход второго пока не предопределен. Русснефть получила 50%-ную долю в «Западно-Малобалыкском» (ЗМБ) в результате многократной перепродажи пакета ЮКОСа через посредников. Сделка может быть признана недействительной, поскольку арбитражный суд Москвы ранее запретил ЮКОСу отчуждать имущество. В таком случае на пакет Русснефти будет наложено взыскание, и он будет реализован на торгах после оценки.

Резюме

Похоже, что проблемы Русснефти не разрешились с уходом старого собственника. Напротив, очевидно, что в отсутствие ясности с приходом нового акционера в капитал нефтяной компании, другие претенденты на активы Русснефти не сидят, сложа руки. Мы продолжаем внимательно следить за событиями вокруг Русснефти. Напоминаем, что оферта по рублевому выпуску компании объемом 7 млрд руб. состоится 12 декабря этого года.

*Анастасия Михарская*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### СЕГОДНЯ

20.11.08	Очередное заседание ЕЦБ.
03.12.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
04.12.08	
04.12.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
16.12.08	Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

## КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	ПТПА-Ф1	500	Оферта	100	500
13.11.2008	Атлант-М 1	1 000	Погаш.	-	1 000
13.11.2008	ВТБ-ЛизФ01	7 385	Оферта	100	7 385
13.11.2008	КлинРн 2об	300	Погаш.	-	300
14.11.2008	Мособлгаз1	2 500	Оферта	100	2 500
14.11.2008	ТехНикольФ-1	1 500	Оферта	100	1 500
16.11.2008	МЗБанк1	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
30.10.08	Прогнозная оценка ВВП (GDP-advance)	3 кв. 2008	-0.5%	2.8%	-0.3%
31.10.08	Индекс потребительских расходов (PCE core)	сен.08	0.1%	0.2%	0.2%
03.11.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	окт.08	41.00	43.5	38.90
05.11.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	окт.08	47.00	50.2	44.40
07.11.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	окт.08	6.3%	6.1%	6.5%
07.11.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls)	окт.08	-200 000	-284 000	-240 000
13.11.08	Сальдо федерального бюджета, млрд. долл.	окт.08	-92.0	45.7	-237.2
13.11.08	Торговый баланс (сальдо, млрд. долл. )	сен.08	-57.0	-59.1	-56.5
14.11.08	Экспортные цены	окт.08		-1.0%	-1.9%
14.11.08	Импортные цены	окт.08	-4.2%	-3.0%	-4.7%
14.11.08	Розничные продажи (Retail sales), m-t-m	окт.08	-1.9%	-1.2%	-2.8%
14.11.08	Retail sales, исключая автомобили, m-t-m	окт.08	-1.0%	-0.6%	-2.2%
17.11.08	Индекс промышленного производства	окт.08	0.2%	-2.8%	1.30
СЕГОДНЯ	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	окт.08	-1.7%	-0.4%	
СЕГОДНЯ	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI)	окт.08	0.1%	0.4%	
19.11.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	окт.08	-0.7%	0.0%	
19.11.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	окт.08	0.1%	0.1%	
19.11.08	Количество новостроек, тыс.	окт.08	780.0	817.0	
19.11.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	окт.08		786.0	

## Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					
19.11.08	РЖД, 9	15 000	5 лет	-	-
20.11.08	Разгуляй, БО-11	1 000	1 год	-	-

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Зам. директора департамента**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Управление рынка акций****Стратегия**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Зенкова Елена

[Zenkova\\_EA@mmbank.ru](mailto:Zenkova_EA@mmbank.ru)**Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**Химическая промышленность**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Металлургия**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

[Hamrakulov\\_DE@mmbank.ru](mailto:Hamrakulov_DE@mmbank.ru)**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Ковалева Наталья

[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)

Игнатъев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto: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 исключительно 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 обязательства 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.