

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	44.27	-5.33	-10.75	Evraz' 13	44.85	0.22	33.86	-7
Нефть (Brent)	46.68	-5.05	-9.76	Банк Москвы' 13	-	0.00	21.64	1
Золото	778.00	-36.50	-4.48	UST 10	109.89	1.50	2.68	-3
EUR/USD	1.2621	0.00	0.08	РОССИЯ 30	83.18	-0.29	10.80	6
USD/RUB	28.0037	-0.02	-0.05	Russia'30 vs UST10	812			24
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (0.5%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	183			-11
USD LIBOR 3m	2.22	0.00	0.14	Libor 3m vs UST 3m	218			0
MOSPRIME 3m	22.17	-0.16	-0.72	EU 10 vs EU 2	104			-3
MOSPRIME o/n	8.42	-0.50	-5.61	EMBI Global	779.85	4.29		32
MIBOR, %	8.08	-0.75	-8.49	DJI	8 149.1	-7.70		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	939.20	16.90	-28.95	Russia CDS 10Y \$	708.33	7.75		37
Сальдо ливн.	-218.6	-241.60	-1050.43	Gazprom CDS 10Y \$	998.04	10.01		91

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

- Давление не меняется
- График погашений. Тяжелое декабрьское бремя
- Денежный рынок: ситуация с ликвидностью стабильна
- Краткосрочный взгляд не изменился
- Рекомендации прежние

### Глобальные рынки

- Реагируют на экономическую рецессию
- Индексы деловой активности в промышленности бьют в набат
- Для чего Китай девальвировал юань?
- Еврооблигации emerging markets снова стали продавать.
- Российские CDS: премия снова растет

### Корпоративные новости

- Отчетность X5 Retail Group за 9М 2008: валютные риски выходят на первое место
- МДМ-Банк и УРСА Банк близки к слиянию

### Distressed Debt

- Матрица: вексель в обмен на облигацию
- АЛПИ: сделка с X5 – мало радости для держателей бланкового долга

## Новости коротко

### Ключевые новости

- МЭР подготовил три сценария макропрогноза на 2009 год – пессимистический, базовый и оптимистический, исходя из трех прогнозов средней стоимости нефти. В базовом варианте цена нефти в 2009 г. составит \$ 50 за баррель, в оптимистичном – \$ 60 за баррель, в пессимистичном – \$ 30. В 2010 г., по прогнозу Министерства, нефть в среднем будет стоить \$ 55 за баррель, в 2011 г. – \$ 60.
- В предварительном варианте по базовому сценарию рост ВВП на 2009 год прогнозировался в размере 3.5 %, среднегодовой курс рубля к доллару – 32 руб./\$, по пессимистическому – 2-2.5 % и 35 руб./\$. Доработанный прогноз социально-экономического развития РФ на 2009-2011 гг. Минэкономразвития и Минфин должны представить в Правительство во вторник. По состоянию на вечер понедельника министр экономического развития Эльвира Набиуллина прогноз не подписала. / Ведомости, Интерфакс
- Совет директоров Банка России установил новые требования к рейтингу банков, с которыми Банк России заключает соглашения о компенсации части убытков, возникших у них на рынке межбанковского кредитования. Теперь банк должен иметь рейтинг долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в иностранной валюте не ниже «ВВ-» (вместо «ВВ») от Standard & Poor's или Fitch Ratings, или не ниже «Вa3» (вместо «Вa1») от Moody's. / Коммерсантъ

Денежный рынок

- n Банк России провел 1 декабря 2008 г. на ММВБ аукцион для кредитных организаций по предоставлению кредитов без обеспечения. ЦБР установил ставку отсечения на уровне 12 %, объем размещения составил 335.175 млрд руб. Средневзвешенная ставка составила 12.49 % годовых. / ММВБ
- n Банк России установил с 1 декабря 2008 г. дисконты по операциям прямого РЕПО под залог новых выпусков облигаций и существенно повысил дисконты по бондам Иркутской и Московской областей. Дисконты повышены до 22.5-30 % с установленных ранее 7.5-15 %. / REUTERS
- n Банк России планирует расширить возможности по рефинансированию банков, увеличив максимальный срок операций РЕПО до 180 дней и дополнив список залогов акциями, биржевыми и инфраструктурными облигациями, как сказал первый зампред ЦБ РФ Алексей Улюкаев/ REUTERS
- n ЦБ РФ установил новые требования в рейтингу банков, с которыми он вправе заключать соглашения о компенсации части убытков, возникших на рынке МБК. Рейтинг долгосрочной кредитоспособности по шкале S&P/Fitch снижен с ВВ до ВВ-, по шкале Moody's - с Ва2 до Ва3. / Интерфакс

Корпоративные новости

- n По заявлению губернатора Ярославской области Сергея Вахрукова, вопрос состава акционеров НПО «Сатурн», скорее всего, будет окончательно решен на этой неделе. В пятницу губернатор обсуждал ситуацию, сложившуюся вокруг Сатурна, с премьером Владимиром Путиным. Менеджменту Сатурна будет предложено продать корпорации «Оборонпром» 13 % акций, которых государству не хватает для контроля над компанией. / Интерфакс
- n Объем кредитных лимитов ОАО «Банк ВТБ» для компаний, ведущих строительство многоквартирных домов эконом-класса, превышает в настоящее время 33 млрд руб. / АК&М
- n **РусАл** предлагает в качестве мер по поддержке промышленного развития в РФ, в том числе алюминиевой отрасли, снижение тарифов естественных монополий на 30 %, снижение ставки рефинансирования и создание стабилизационного резерва металлов. Эти предложения содержатся в презентации компании к парламентским слушаниям. / Финмаркет
- n В 3-ем квартале 2008 г. Роснефть получила краткосрочные кредиты от российских госбанков на общую сумму \$4.6 млрд. Один из кредитов (на \$774 млн) привлечен по ставке LIBOR+5%. Процентные ставки по оставшимся кредитам находятся в диапазоне 10-14%. / Отчетность Роснефть по US GAAP за 9 месяцев 2008 г.

n

Кредиты

- n Вчера на заседании Наблюдательного совета Внешэкономбанка было одобрено предоставление субординированных кредитов **Альфа-Банку, Номос-банку и Ханты-Мансийскому Банку** на 10.2 млрд руб., 4.9 млрд руб. и 2 млрд руб. соответственно. Также ВЭБ сообщил, что одобрил заявку ВТБ на рефинансирование внешних займов на \$ 950 млн, но 25 % от этой суммы **ВТБ** готов взять на себя. Соответственно, ВТБ получит от ВЭБа около \$ 713 млн. / Финмаркет
- n **Группа Компаний ПИК** заключила соглашение с ВЭБом по рефинансированию внешнего краткосрочного долга Группы. Кредит на сумму \$ 262 млн выдан сроком на один год. / Коммерсантъ

Кредитные рейтинги

- n Moody's понизило рейтинг Евразхолдинга до «Ва3» с «Ва2». Рейтинг приоритетных необеспеченных долговых обязательств компании на \$ 300 млн с погашением в 2009 г. был подтвержден на уровне «Ва2», как сообщается в пресс-релизе агентства. Одновременно рейтинги долговых обязательств Evraz на общую сумму \$ 2 млрд 750 млн с погашением в 2013, 2015 и 2018 гг. были понижены до «В1» с «Ва3». Прогноз всех рейтингов – «стабильный».
- n Standard & Poor's присвоило кредитный рейтинг «ВВВ+» двум выпускам облигаций ОАО «Российские железные дороги» (РЖД) объемом 30 млрд руб. / S&P
- n Fitch Ratings отозвало рейтинг «В-» («негативный» прогноз) **ОАО «Валента»** (бывшее **ОАО «Отечественные лекарства»**). Fitch более не проводит анализ по данному эмитенту. / Fitch

Оферты/ купоны/ погашения

- n **ООО «ЛЭКстрой»** (Санкт-Петербург) определило ставки 3-6-го купонов по дебютному выпуску облигаций в 15 % годовых. / АК&М
- n **ООО «Бразерс и Компания»** назначило ставку 9-12-го купонов по облигациям серии 01 в размере 15 %. / Cbonds

- n ООО «ЖК - ФИНАНС» назначило ставку 9-12-го купонов по облигациям серии 01 в размере 20% годовых. / Cbonds
- n ОАО «АИЖК» погасило облигации серии А1 объемом 1 070 млн руб. / АИЖК
- n НК «РуссНефть» определила ставки 7-8-го купонов по дебютному выпуску облигаций в 12 %. / АК&М

#### Глобальные рынки

- n **Рецессия.** Экономика США вошла в рецессию ровно год назад, в декабре 2007 г., – объявил вчера Комитет по экономическим циклам Национального бюро экономических исследований (NBER). Согласно NBER прошлая рецессия была зафиксирована с марта по ноябрь 2001 г. С тех пор экономический рост продлился 73 месяца. / Bloomberg
- n Банк Японии провел во вторник внеочередное заседание, в ходе которого было принято решение оставить неизменной ключевую процентную ставку overnight – на уровне 0.3 % годовых. Японский ЦБ с 9 декабря начнет принимать у коммерческих банков корпоративные бонды с рейтингом «BBB» и выше в качестве обеспечения кредитов. Мера является временной и будет действовать до 30 апреля 2009 г. / Bloomberg
- n Правительство Японии планирует выпустить облигации государственного займа на сумму 30 трлн йен, или \$ 300 млрд (ранее ожидалось \$ 257 млрд) до конца финансового года, который заканчивается 31 марта 2009 г., чтобы компенсировать сокращение налоговых поступлений от предприятий. / РИА Новости

## Внутренний рынок

### Давление не меняется

На этой неделе котировки рублевых облигаций продолжают испытывать давление. Активность на внутреннем рынке долга вчера немного выросла. Однако сделок, характерных для операций ВЭБа вчера заметно не было. Изменение котировок – разнонаправленное.

Высокую активность можно было наблюдать вчера в выпуске Матрица-Финанс-01. В преддверии погашения в начале следующей недели компания выступила с предложением о новации долга (фактически прекращении обязательств по облигациям) в полугодовые векселя. Наше отношение к этому действию см. ниже в разделе «distressed debt». Из выпусков, где вчера присутствовал интерес не крупных инвесторов, можно отметить две серии АИЖК с номером 10 и 5. Выпуски в силу своей длины (погашение в 2018 и 2012 гг.) торгуются по цене 50% и 60% от номинала соответственно. В первом эшелоне по-прежнему спросом пользуется вторая серия ВТБ-Лизинг (УТР - 18.41% к оферте в июле 2009 г.). Интерес инвесторов также присутствует в облигациях ГидроОГК-01 (УТР - 20.2%). Во втором эшелоне относительно высокий оборот прошел в облигациях Синтерра-01 (УТР - 38.7%).

#### Биржевые торги отдельными бумагами\*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Цена посл.	Изм. %	Yield, %
ОФЗ 25060	60.67	8	41000.0	29.04.2009		98.45	0.18	10.07
ВИА АИЖК А	105.36	17	7845.9616	15.03.2040	30.07.2009	90.00	-3.74	27.97
ВолгогрОб7	82.79	3	1000	12.06.2012		92.00	-20.00	13.79
ВТБ-ЛизФ02	589.33	19	10000	07.07.2015	14.07.2009	95.20	0.09	18.41
ГАЗПРОМ А4	52.51	69	5000	10.02.2010		95.14	0.01	13.11
ГазпромБ 5	3128.95	3	20000	22.11.2012	30.11.2009	-	0.00	7.09
ГидроОГК-1	110.64	14	5000	29.06.2011		77.00	-1.28	20.93
ЕБРР 01обл	53.92	14	5000	12.05.2010	11.02.2009	100.62	0.03	14.06
ЕврокомФК3	98.05	8	3000	18.06.2010	19.12.2008	65.00	12.85	437831.05
ЕврокомФК5	73.50	5	5000	15.03.2011	17.03.2009	39.80	10.56	2256.76
КалужОбл-2	141.36	6	1300	29.08.2011		94.00	-4.08	12.24
МГор47-об	59.40	4	10000	28.04.2009		99.80	-0.09	8.77
МСельПром1	78.49	45	1000	12.12.2008		85.00	11.84	17815.92
ОГК-2 01об	522.90	3	5000	05.07.2010		74.02	1.40	31.36
РЖД-05обл	55.32	16	10000	22.01.2009		99.40	-0.10	11.19
Русфинанс3	244.97	19	4000	13.05.2009		90.00	3.45	36.20
СанИнтБрю2	77.20	1	4000	13.08.2009		96.50	7.22	13.81
СвязьБанк1	55.28	21	2000	21.04.2011	23.04.2009	86.15	-1.71	60.01
Синтерра 1	105.34	17	3000	01.08.2013	06.08.2009	88.77	3.22	32.66
ТГК-6Инв-1	865.38	10	2000	21.02.2012	24.02.2009	94.00	0.00	43.90
Тюменэнерг2	220.00	1	2700	29.03.2012	01.04.2010	-	0.00	29.44
ХКФ Банк-5	177.21	2	4000	17.04.2013	22.04.2009	-	0.00	20.77
ЧТПЗ 03об	54.04	6	8000	21.04.2015	27.10.2009	84.97	3.62	29.69
ЯрОбл-07	142.19	6	3500	30.03.2010		90.10	1.24	18.26

Источники: ММББ, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

### График погашений. Тяжелое декабрьское бремя

Вчера вечером мы разослали нашим подписчикам график оферт и погашений в декабре 2008г. По нашим подсчетам, совокупный объем оферт составит порядка 92 млрд. , погашений – 26.6 млрд. руб. Для закаленных участников внутреннего рынка не секрет, что декабрьский пик платежей сформировался за счет традиционно высоких аппетитов инвесторов привлечь средства до конца финансового года. Так, в 2005 и 2006 гг. пик размещений приходился именно на декабрь месяц. Так было бы и в прошлом году, однако к тому времени первичный рынок уже замер после первой волны кредитного кризиса осенью 2007 г.

Газпромбанк вчера исполнил оферту по выпуску облигаций серии 05. Всего в рамках оферты было заключено три сделки на сумму чуть более 3.0 млрд. руб. из выпуска объемом 20 млрд. руб. Сделок в рамках исполнения оферты по облигациям серии 01 компании «СК Спецстрой-2» вчера не состоялось. Официально компания испытывает проблемы с перечислением платежа в связи с остановкой деятельности платежного агента – Московского залогового банка. Помимо Газпромбанка и Спецстроя на этой неделе нас ждут следующие оферты:

#### Исполнение оферт

Дата исполнения	Выпуск	объем, млн. руб.	прежний купон, %	новый купон, %	разница	Цена оферты
1 дек 08	ГазпромБ 5	20 000	7.40%	12.00%	4.60%	100.0%
1 дек 08	СпецСтр2 1	2 000	13.00%	19.00%	6.00%	100.0%
2 дек 08	СвобСокол3	1 200	11.57%	21.00%	9.43%	100.0%
4 дек 08	ВлгТлкВТ-2	2 400	8.20%	13.00%	4.80%	100.0%
4 дек 08	РубПлсPer1	1 000	12.00%	20.00%	8.00%	100.0%
4 дек 08	Спурт 02об	1 000	13.25%	13.25%	0.00%	100.0%

Источники: Cbonds, Rusbonds

### Денежный рынок: ситуация с ликвидностью стабильна

Очередная волна укрепления доллара, связанная с репатриацией капитала на фоне негативных событий на фондовых рынках привела к укреплению доллара на внутреннем рынке до 28.03 рублей за доллар (вчера - 27.99) ; EUR/RUB - 35.31 (вчера - 35.35).

Ситуация с краткосрочной ликвидностью стабильна. Сегодня с утра острого дефицита в краткосрочной ликвидности не наблюдается.

Вчера ЦБ провел второй по счету беззалоговый аукцион по предоставлению средств на 180 дней. Ставка отсечения - 12.0%, средневзвешенная ставка - 12.49%. Банки привлекли 335 млрд руб из 400 млрд предложенных к аукциону ЦБ. На аукционе, состоявшемся в середине ноября, средневзвешенная ставка составила 12.99%. Объем размещения – 143 млрд. руб.

Остатки на депозитах и корсчетах в ЦБ сегодня сократились на 56.5 млрд. руб. до 882.7 млрд. руб. Отрицательное сальдо по операциям с банками составляет 107.6 млрд. руб. по сравнению с вчерашним значением 218.7 млрд руб.

Сегодня объем средств, предоставляемых в рамках утреннего аукциона РЕПО, не изменился по сравнению с вчерашним днем и составил 123 млрд. руб. Ставка – 9.17% годовых. Ранее Банк России установил максимальный объем предоставляемых средств на уровне 150 млрд. руб. против 175 млрд. руб. в понедельник.

Ставки overnight сегодня повыше и составляют 8.0 - 10.0% (против вчерашних 5.5 - 6.5%), ставки на три месяца находятся на уровне 20-23%. На внешнем рынке временные ставки по контрактам NDF RUB/USD ставки на один месяц составляют 27 - 45% (ранее выше 50%). Ставки на 3 месяца - 46 - 49% годовых.

Егор Федоров

### Краткосрочный взгляд не изменился

Мы не видим причин для резкого оживления рынка рублевых облигаций в настоящее время. Рыночные ожидания в отношении курса рубля остаются весьма определенными, а плавное повышение ставок, скорее всего, продолжится в целях борьбы с оттоком капитала.

Мы полагаем, что рублевые облигации вряд ли станут объектом массовых покупок в ближайшее время, но в то же время, возможности для входа на рынок даже не для консервативных инвесторов существуют.

### Рекомендации прежние

Пока активность на рынке оставляет желать лучшего мы все равно бы рекомендовали бумаги эмитентов из нефинансового сектора с рейтингом уровня «BB». Идея заключается в том, что даже покупая на вторичном рынке госбумаги, с чем мы не можем полностью согласиться в текущих условиях, ВЭБ, тем самым, высвобождает лимиты банков на другие бумаги госкоманий или репуемые в ЦБ выпуски эмитентов с относительно высоким кредитным рейтингом. О том, что эти бумаги нравятся рынку можно судить и по динамике индексов BMBI.

*Егор Федоров*

## Глобальные рынки

### Реагируют на экономическую рецессию

Фондовые и сырьевые рынки очень негативно отреагировали на первую статистику деловой активности, которая отразила дальнейшее замедление экономики и ухудшение состояния рынка труда в США. Индекс S&P снизился на 8.9%, NASDAQ потерял 8.5%. Азиатские рынки снижаются на 5-6% с утра. «Оптимизма» инвесторам добавил председатель ФРС Бен Бернанке, заявив, что возможности ФРС ограничены.

### Индексы деловой активности в промышленности бьют в набат

Индекс деловой активности в промышленности достиг минимального значения в 36.2 пункта с 1982 года, оказавшись ниже ожиданий. Значение ниже 50 пунктов свидетельствует о замедлении экономики, и чем дальше оно уходит от этой планки, тем сильнее ожидается замедление. По оценкам Capital Economics, такое замедление индекса соответствует сокращению ВВП в следующие 12 месяцев на 1.0%..

Снижение компоненты, отражающей ожидания на рынке труда, соответствует сокращению числа рабочих мест в промышленности на 150 тыс. напомним, что среду состоится публикация индекса деловой активности в сфере услуг, а в пятницу - выйдет статистика по рынку труда в ноябре. Согласно опросу Bloomberg, ожидается, что число рабочих мест в несельскохозяйственном секторе сократится на 325 тыс. рабочих мест. В то же время мы видели еще более негативные оценки авторитетных экономистов на этот счет.

Негатив на фондовых рынках и реакция на экономические данные заставляет инвесторов покупать us-treasuries. В мире осталось три актива, которые пользуются популярностью у глобального капитала - это us-treasuries, йена и золото. На этом фоне, доходности us-10 ушли ниже 50-летнего минимума. Кривая доходностей us-treasuries продолжает снижаться вниз невероятными темпами. Вчера ее снижение составило еще 20 -30 б.п. Сегодня доходность UST-10 находится на отметке около 2.7% годовых, доходность 30-летних бумаг - на отметке в 3.2% годовых, доходность двух-летних бумаг находится на отметке 1.7% годовых.

### Для чего Китай девальвировал юань?

Вчера Китай внезапно девальвировал юань, курс юаня упал на 0.73%, что стало максимальным дневным падением с тех пор, как в 2005 г. Правительство Китая отказалось от привязки юаня к доллару. Курс юаня составил на торгах в Шанхае 6.8848 юаня/\$ против 6.8349 юаня/\$ в пятницу. Снижение произошло после того, как Народный банк Китая (НБК) установил самый низкий с 21 августа курс-ориентир на уровне 6,8505 юаня/\$.

Снижение юаня было неожиданным решением. Тем не менее, очевидно, что Китай хочет а) застраховаться от вероятного оттока капитала из страны в случае дальнейшей стагнации глобальной экономики и рынков капитала, и б) поддержать своих экспортеров. Возможно, этот шаг покажется излишним на фоне \$1.9 трлн. золотовалютных резервов. Тем не менее, эта цифра представлена только на конец сентября, а с тех пор прошло два кризисных месяца, за

которые официальных данных пока нет. Во-вторых, Китай стал стимулировать экспортеров на фоне замедления экономики. И наконец, в-третьих ЗВР Китая подвержены очень сильному риску в случае ослабления доллара, поскольку являются крупнейшим в мире владельцем us-treasuries, объем которых достиг по данным на конец сентября \$585 млрд.

В любом случае этот шаг в первую очередь повлияет на соотношение торгового баланса Китая и США. Последние всегда настаивали на укреплении юаня из-за растущего дефицита внешней торговли с Китаем (см. график юаня к USD и дефицит внешней торговли). В конце этой недели министр финансов США Генри Полсон должен посетить Пекин.

### **Еврооблигации emerging markets снова стали продавать.**

Вчера индекс EMBI+ потерял 0.4%, а спрэд индекса расширился на 38 б.п. до 756 б.п. Индекс EMBI+ Россия потерял 0.7%, а спрэд вырос на 43 б.п. до 774 б.п. Сегодня продажи еврообондов EM сохраняются. Спрэд еврооблигаций Россия-30 к UST-10 составляет сегодня с утра около 847 б.п. (против 767 б.п. вчера нем).

### **Российские CDS: премия снова растет**

Как мы и опасались, спрэды CDS на риски российских эмитентов снова стали расти на фоне негативных тенденций на внешних рынках. Вчера 5-летний CDS ВТБ прибавил 24 б.п. до 1090 б.п. , CDS Газпрома вырос на 91 б.п. до 998 б.п. Кредитный дефолтный своп России, позволяющий застраховать кредитный риск России сроком на 5 лет, вчера вырос на 55 б.п. 763 б.п.

*Егор Федоров*

## Корпоративные новости

**Отчетность X5 Retail Group за 9М 2008: валютные риски выходят на первое место**

Вчера X5 Retail Group опубликовала неаудированную отчетность по МСФО за 9 месяцев 2008 г. и провела пресс-конференцию, посвященную ее итогам.

При анализе отчета о прибылях и убытках, мы отмечаем достаточно комфортную динамику показателей, по которой, однако, пока трудно делать какие-либо выводы о смене потребительских настроений и влиянии негативных экономических тенденций. Так, при незначительном снижении роста сопоставимых продаж и замедлении темпов роста выручки в 3-ем квартале, а также небольшом снижении валовой рентабельности, компания демонстрирует 56%-ный рост выручки в целом за 9 месяцев, рост EBITDA margin с 8.6% до 8.9% из-за оптимизации SG&A расходов, неизменный уровень процентных расходов в затратах (номинально), несмотря на более чем 1.5-кратный рост финансового долга в 4 кв. 2007 – 3 кв. 2008 гг.

Пожалуй, единственным откровенно негативным явлением в части рентабельности стали значительные отрицательные курсовые разницы по валютному финансовому долгу X5 (около 60% всей задолженности), которые из-за роста курса доллара к рублю материализовались в неденежные убытки в \$ 40 млн и чистый убыток в \$ 15 млн за 3 кв. 2008 г.

За отчетный период ОCF компании составил \$ 260 млн. – почти половину собственных денежных потоков «съела» выплата налога на прибыль.

На конец 9 месяцев 2008 г. чистый долг компании составлял \$ 2.04 млрд, что в относительных терминах дает нам показатель Чистый долг/EBITDA, равный 2.7X. Краткосрочный долг компании составляет \$ 706 млн., риски рефинансирования по нему мы считаем незначительными. Во-первых, ВТБ уже одобрил X5 Retail Group предоставление кредитной линии на 7 млрд рублей (долларовый эквивалент - \$ 250 млн). Во-вторых, у X5 есть невыбранные кредитные линии примерно на \$335 млн. В-третьих, согласно информации Коммерсанта, компания подала кредитную заявку на 14 млрд рублей в Сбербанк, которая пока не одобрена. В-четвертых, ритейлер пробует договориться о переносе сроков погашения совсем коротких кредитов на 3-4 кв. 2009 г.

X5 уменьшает инвестпрограмму на 2009 г. ровно в 2 раза по сравнению с 2008 г. – до \$ 500 млн. – и намеревается полностью кредитовать ее за счет ОCF. Наши аналитики по акциям считают, что даже при консервативном сценарии ОCF в 2009 г. будет с избытком хватать на сарех. Так что излишек можно будет направлять и на нужды рефинансирования тоже. Важно, что основным приоритетом X5 в 2009 г. будет развитие формата дискаунтер (бренд «Пятерочка»). В условиях потенциально ожидаемой миграции покупателей в более дешевые сегменты, стратегия роста в данной нише оправдана. Мы даже не исключаем сопоставимого роста продаж по данному направлению в 2009 г. По данным компании, на дискаунт-формат по итогам 9 месяцев 2008 г. приходилось 57% совокупной выручки X5.

Наконец, по заявлениям руководства компании, X5 не отказывается от участия в M&A сделках. На эти цели была подана даже отдельная заявка в ВТБ на 7 млрд рублей.

Таким образом, кредитоспособность ритейлера кажется нам достаточно крепкой, а по сравнению с рисками рефинансирования для эмитента мы считаем более значительными валютные риски. Тем не менее, доля валютного финансового долга к концу 2009 г., по нашим оценкам снизится на треть.

Облигации X5-1 сейчас можно купить по 80% от номинала, что соответствует доходности 25% к оферте в июле 2010 г. Нам кажется, что по нынешним меркам это предложение не очень выгодно.

*Леонид Игнатьев, Сабина Мухамеджанова*

**Основные показатели отчета о прибылях и убытках X5 Retail Group**

\$ млн.	9 мес 07	9 мес 08	г-к-г, %	3 кв 07	3 кв 08	г-к-г, %
<b>Выручка</b>	4171	6516	56.2%	1481	2190	47.9%
Валовая прибыль	1083	1674	54.5%	383	559	45.9%
Валовая рентабельность	26.0%	25.7%		25.9%	25.5%	
Операционные расходы	922	1358	47.3%	334	457	36.7%
% от выручке	22.1%	20.8%		22.6%	20.8%	
ЕБИТДА	359	578	61.1%	118	191	61.9%
Рентабельность EBITDA	8.6%	8.9%		7.9%	8.7%	
<b>Чистая прибыль</b>	61	138	128.1%	18	-15	-182.6%
Чистая рентабельность	1.5%	2.1%		1.2%	-0.7%	

Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

**МДМ-Банк и УРСА Банк близки к слиянию**

Основные владельцы МДМ-Банка и УРСА Банка Сергей Попов и Игорь Ким ведут переговоры о слиянии, принадлежащих им банков (источник – Ведомости). По мнению источника газеты в Совете директоров одного из банков, договоренность об объединении МДМ-банка и УРСА Банка может быть достигнута на этой неделе.

Проанализировав сегодняшнюю заметку на передовице Ведомостей, мы сочли, что рассматривать это событие как свершившую реальность пока очень рано. В любом случае из-за присутствия условия досрочного удовлетворения требований кредиторов при реорганизации юридических лиц, мы не думаем, что процесс этот будет быстрым и на практике выльется в досрочное погашение облигаций. Напомним, что именно по этой причине была временно отложена сделка по слиянию Банка «Восточный Экспресс» и УРСА Банка.

Другое дело, что упомянутая нами выше норма законодательства может быть законодательно отменена, о дискуссиях на этот счет мы читаем в деловых СМИ. Насколько мы поняли из вчерашней статьи в «Коммерсанте» этой проблемой уже озаботилось и Правительство РФ, ведь реструктуризация и реорганизация в их текущем виде явно сдерживает процессы консолидации, в первую очередь в банковском секторе.

Наш вывод таков: сиюминутных выгод от сегодняшней новости держателям облигаций обоих банков ждать не стоит, в более широком контексте – потенциальная сделка будет способствовать росту кредитного качества объединившейся структуры из-за эффекта масштаба бизнеса и хорошей дополняемости филиальных сетей.

*Леонид Игнатьев*

## Distressed Debt

**Матрица: вексель в обмен на облигацию**

Компания Матрица, которой 10 декабря предстоит погасить рублевый выпуск облигаций объемом 1.2 млрд руб., призналась в неспособности погасить этот заем и предлагает держателям конвертировать свои облигации в 6-месячные простые процентные векселя. Векселедателем выступит холдинговая компания ОАО «Холдинг Матрица», поручителем – ООО «Универсал-Трейдиг». Домицилянт (платежный агентом) назначен Банк Уралсиб. Ставка купона составит 20% годовых. Сделка будет оформлена в виде заключения соглашения о новации, последующей покупке облигаций у держателей и одновременного выписывания векселя на эквивалентную сумму.

Что любопытно, для погашения векселей компания планирует привлечение акционерного капитала в течение 6 месяцев, кстати, поисками стратегического инвестора компания занимается уже как минимум год. Год назад основным видом бизнеса, интересовавшим собственников Матрицы на тот момент, был девелопмент, а не розничная торговля, куда и направлялась большая часть привлекаемых компанией средств. К слову сказать, тогда менеджмент компании собирался довести долю залога торговой площади до 100%. Сейчас инвесторам предстоит выяснить, на балансе каких компаний находится возводимая Матрицей недвижимость и в какой она стадии готовности.

Теоретически конвертация облигаций в векселя должна бы ущемлять права держателей публичного долга, поскольку традиционно вексельной эмиссии свойственна меньшая степень раскрытия информации, низкая ликвидность и отсутствие регулятора и клиринга как такового. Однако в данном случае ущерб для инвесторов неоднозначен – вместо бланкового неликвидного и по дефолтного долга SPV Матрица-Финанс с поручительством трех компаний: ООО «Универсал-Трейдиг», ЗАО «Новое Время», ЗАО «Мастер Вин» (последние компании занимаются оптовой продажей алкоголя и розничной торговлей алкоголем), держатели получают долг непосредственно холдинговой компании, причем ООО «Универсал-Трейдиг» остается поручителем. С точки зрения ликвидности крупные держатели также не почувствуют особой разницы.

Однако прежде чем рекомендовать держателям конвертировать облигации в новый инструмент вместо запуска механизма банкротства эмитента, мы рекомендуем обратиться к эмитенту за следующими разъяснениями:

- что принадлежит холдинговой компании Матрица?
- ведет ли Матрица с кем-либо переговоры, например с X5, на какой они стадии?
- какой объем задолженности сети перед поставщиками, есть ли другие желающие обратиться в суд с требованием признать эмитента или одну из компаний, входящих в Группу, несостоятельной?
- продажа бизнеса стратегу – единственная схема погашения задолженности Матрицы или есть варианты с реализацией недвижимости, находящейся в собственности акционеров.

*[Анастасия Михарская](#)*

**АЛПИ: сделка с Х5 – мало радости для держателей бланкового долга**

В ходе вчерашней телефонной конференции Х5 также сообщила, что планируемая сделка по приобретению торговой площади у компании АЛПИ была приостановлена. Магазины АЛПИ общей площадью 200 тыс. кв. м находятся в залоге у Сбербанка, и Х5, видимо, рассчитывало выкупить площадь за счет привлечения у госбанка нового кредита уже за свой адрес. Однако возникла загвоздка – сделки, проводимые сейчас АЛПИ, могут быть оспорены временным управляющим, как совершенные должником в течение шести месяцев, предшествующих началу процедуры банкротства. АЛПИ не смогло предоставить письменную гарантию, что покупка магазинов Х5 не будет аннулирована в таком случае, в результате чего сделка и была приостановлена.

Несмотря на кажущуюся ясность, причины того, что сторонам не удалось договориться, как нам кажется, кроются гораздо глубже и связаны с конфликтами интересов различных сторон:

Во-первых, есть Х5, который хотел бы купить активы, а не компанию, обремененную большим объемом всевозможной задолженности. Логично, что сети было бы проще и выгоднее выкупить торговые площади у Сбербанка, который будет распродавать залоговые активы на аукционах.

Во-вторых, есть Сбербанк, у которого в залоге находится недвижимость, владельцем которой, он быть, скорее всего, совсем не хочет. Поскольку кредит Сбербанка является обеспеченным, то теоретически банк имеет право отчуждать имущество у АЛПИ во внесудебном порядке и это право не может быть оспорено бланковыми кредиторами. Но по какой-то, нам неизвестной причине, отчуждение это, видимо, не состоялось. По всей видимости, банк до сих пор надеялся на перепродажу актива Х5.

В-третьих, есть бланковые кредиторы, в том числе держатели рублевых облигаций, которые сделают все возможное, чтобы попытаться не допустить отчуждения актива у сети. Если кредиторы с залогом не успевают во внесудебном порядке забрать актив себе, они все равно остаются в привилегированном положении, однако отчуждение актива замораживается.

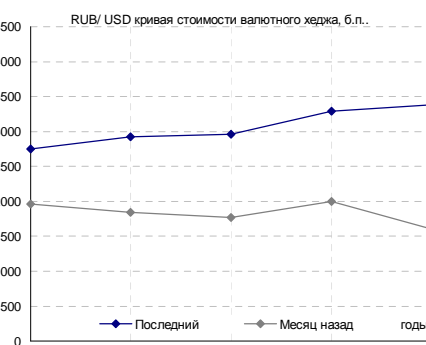
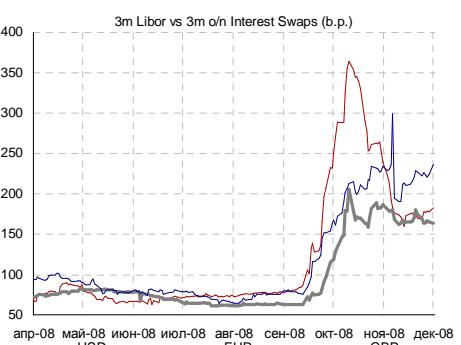
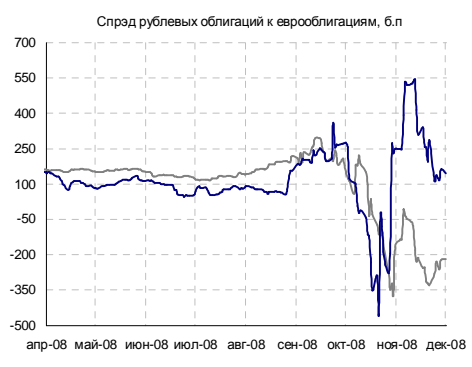
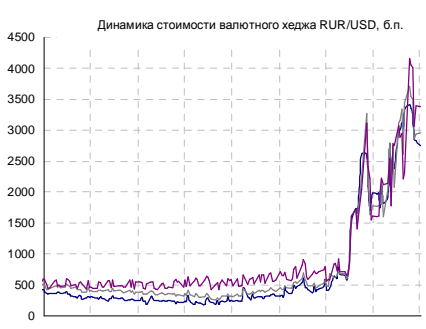
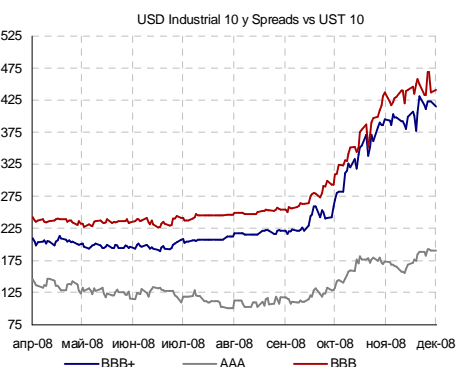
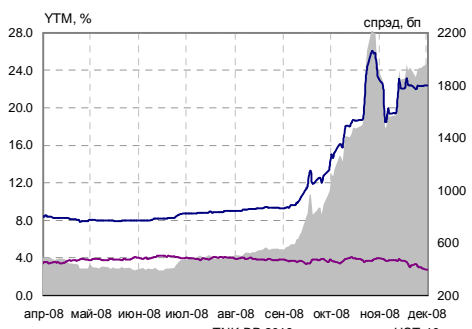
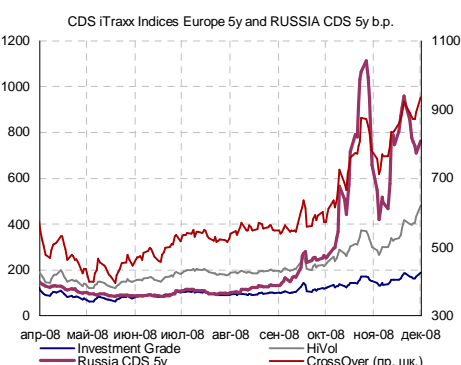
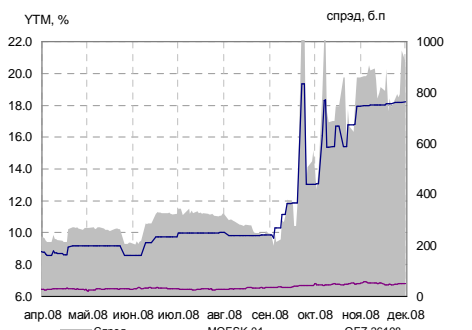
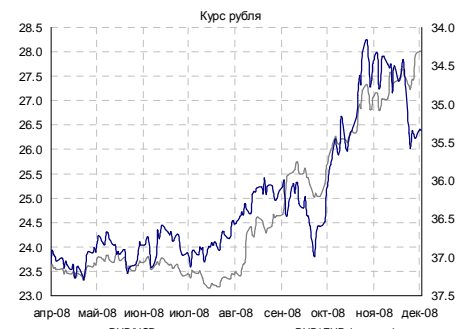
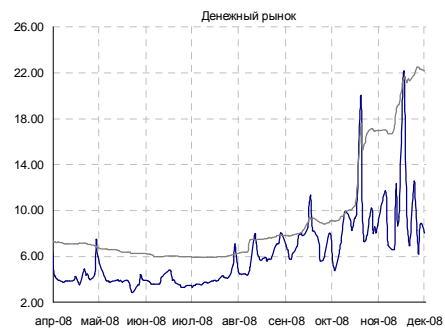
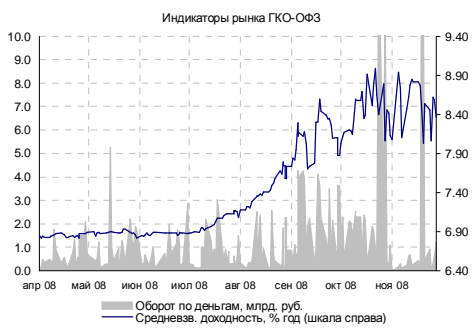
Кстати, ранее активно обсуждалась вторая сделка по продаже недвижимости АЛПИ сети Auchan. По всей видимости, эти активы (300 тыс. кв. м) тоже находятся в залоге, однако о переговорах по этой сделке нет никакой информации.

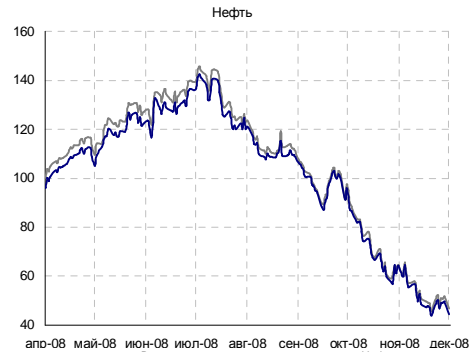
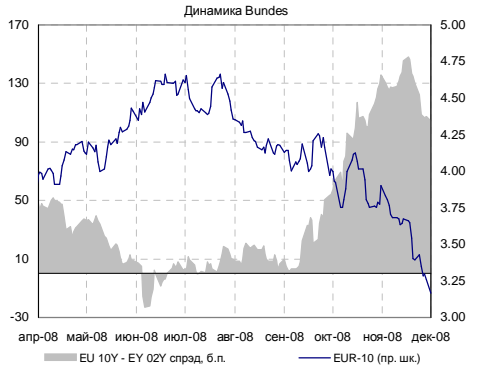
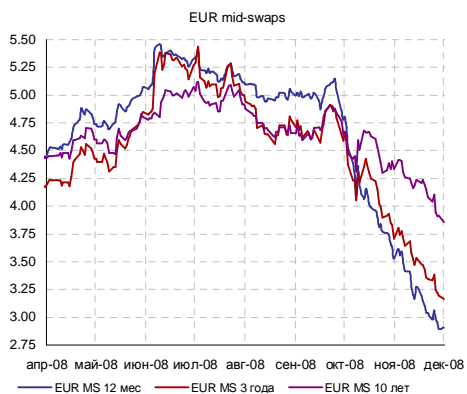
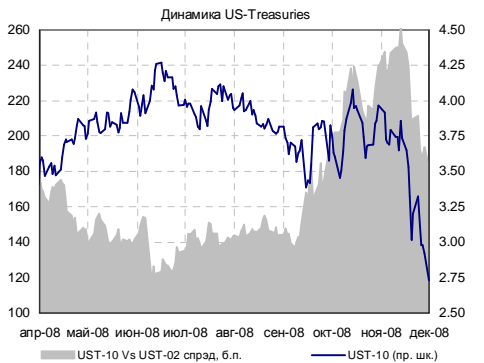
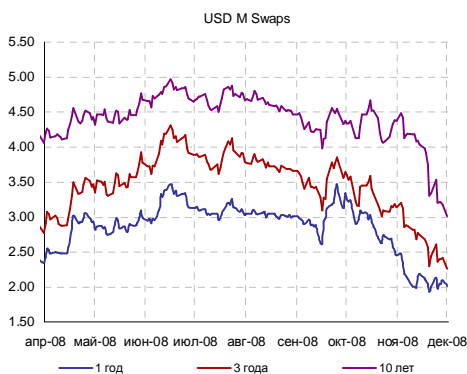
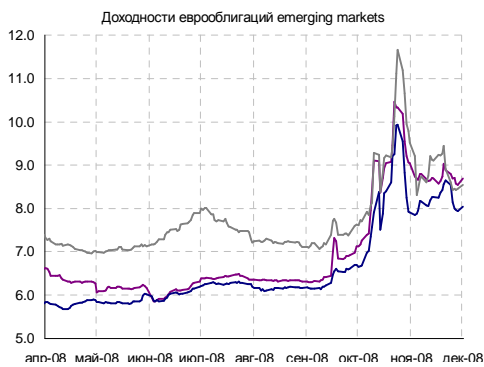
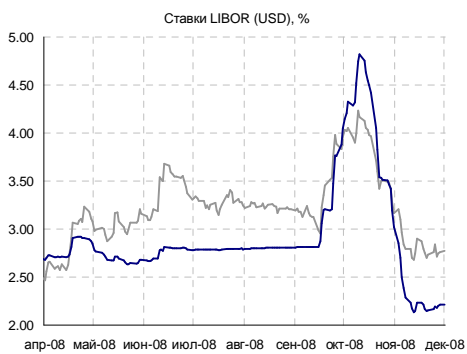
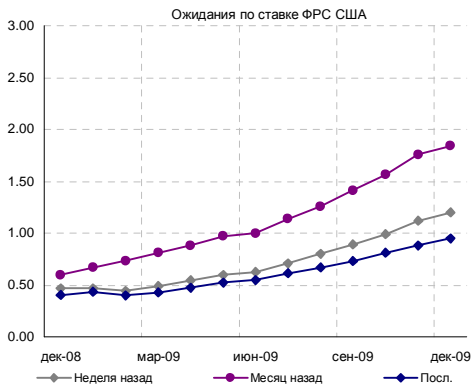
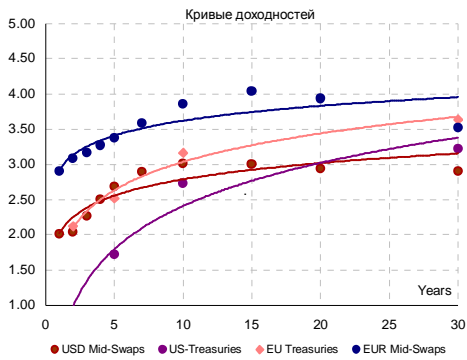
Мы считаем, что сделка, даже если она состоится, принесет держателям облигаций АЛПИ мало облегчения – большая часть средств, вырученных от продажи недвижимости, пойдет на погашение кредита Сбербанку и другим банкам, выдававшим кредиты под обеспечение.

Общий объем задолженности АЛПИ только перед Сбербанком составляет 7 млрд руб. (\$260 млн). Кстати, стоимость портфель недвижимости АЛПИ в момент пика цен на рынке недвижимости оценивалась в \$930 млн, исходя из себестоимости строительства в \$2.5 тыс.

Учитывая, что продавать Х5 недвижимость компания будет по цене максимум \$1.2 тыс., сейчас стоимость портфеля в лучшем случае составляет \$465 млн. Объем долга сети по состоянию на 1 августа составлял \$575 млн и вряд ли с тех пор радикально сократился.

*Анастасия Михарская*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### СЕГОДНЯ

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
16.12.08	

## КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	Астон-1	500	Погаш.	-	500
СЕГОДНЯ	Белгркор-1	700	Погаш.	-	700
СЕГОДНЯ	Русфинанс1	1 500	Погаш.	-	1 500
СЕГОДНЯ	Русфинанс2	1 500	Погаш.	-	1 500
СЕГОДНЯ	СвобСокол3	1 200	Оферта	100	1 200
03.12.2008	СанвэйГ 01	1 000	Погаш.	-	1 000
04.12.2008	ВлгТлкВТ-2	2 400	Оферта	100	2 400

\*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
01.12.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	дек.08	38.4	44.4	36.2
СЕГОДНЯ					
03.12.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	ноя.08	43.0	38.9	
05.12.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	ноя.08	6.7%	6.5%	
05.12.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls)	ноя.08	-300 000	-240 000	
09.12.08	Индекс незавершенных продаж на рынке жилья (Pending Home Sales Index)	ноя.08		89.2	83.0

## Календарь размещений

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

**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.