

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	41.46	3.17	8.28	Evraz' 13	45.45	-0.66	33.48	24
Нефть (Brent)	43.19	4.00	10.21	Банк Москвы' 13	-	0.08	20.84	-2
Золото	767.25	18.25	2.44	UST 10	109.17	-0.37	2.76	-2
EUR/USD	1.2879	-0.01	-0.65	РОССИЯ 30	80.09	1.87	11.53	-36
USD/RUB	27.9826	0.09	0.34	Russia'30 vs UST10	877			-41
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (0.5%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	180			2
USD LIBOR 3m	2.19	0.00	0.17	Libor 3m vs UST 3m	218			0
MOSPRIME 3m	22.00	-0.17	-0.77	EU 10 vs EU 2	90			-7
MOSPRIME o/n	8.63	-2.04	-19.12	EMBI Global	776.52	-2.10		-17
МИБОР, %	7.88	0.02	0.25	DJI	8934.2	3.46		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	888.80	-20.50	-26.87	Russia CDS 10Y \$	750.36	-2.73		-22
Сальдо ливн.	-144.3	-129.00	843.14	Gazprom CDS 10Y \$	1057.09	-1.90		-20

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

- S&P рынку не помеха
- На внутреннем рынке вчера
- Оферты текущей недели
- Денежный рынок: ставки немного снизились
- Краткосрочный взгляд не изменился
- Рекомендации прежние

Стратегия

- Новый рейтинг от S&P не меняет положения вещей

Глобальные рынки

- US-Treasuries стабильны
- «План автопроизводителей США помочь самим себе»: первый драфт
- Новый долг, старые угрозы
- Еврооблигации EM

Корпоративные новости

- Сорус-Капитал признан банкротом
- Вымпелком закрывает синдикацию на 550 млн евро
- Копейка привлечет кредит от Сбербанка на рефинансирование облигаций
- Вагонмаш снижает риски рефинансирования
- Альфа-Банк получил контроль над Северной казной
- РусГидро: финансовые результаты по МСФО за 1-ое полугодие 2008 г.

Новости коротко

Ключевые новости

- n S&P снижает суверенный рейтинг России до «BBB» и пересматривает прогнозы и рейтинги российских корпораций (подробнее см. ниже).
- n Московская область начнет 11 декабря 2008 года на ММВБ размещение выпуска облигаций общим объемом 33 млрд. руб., сообщило сегодня агентство REUTERS. «Руководство принимает решение размещать весь выпуск либо разбивать его на транши. Мы бы хотели, чтобы доходность займа составила около 9.0% годовых», сказал REUTERS представитель областного Минфина. Облигации имеют амортизационную структуру, ставки купонов снижаются с 18.1% до 17.9% на протяжении всего срока обращения, составляющего 3 года./ REUTERS

Экономика РФ/ Денежный рынок

- n По итогам 2008 г. положительное сальдо внешнеторгового баланса России составит \$ 163.6 млрд, что на 25 % превышает показатель 2007 г., – сообщил Интерфаксу источник в одном из ведомств финансово-экономического блока со ссылкой на прогноз Минэкономразвития. Внешнеторговый оборот в 2008 г. составит \$ 769.6 млрд, что на 33.2 % превышает показатель 2007 г. Экспорт в текущем году вырастет, по прогнозу Минэкономразвития, на 31.6 % – до \$ 466.6 млрд. Рост импорта превысит рост экспорта и составит 35.6 % (\$ 303 млрд).
- n Министр финансов РФ Алексей Кудрин назначен заместителем председателя Совета при Президенте по развитию финансового рынка. / Интерфакс
- n Объем нетто-продаж долларов ЦБ РФ в ноябре 2008 г. составил \$ 30.1 млрд (-22 % по сравнению с октябрем 2008 г.). / Интерфакс
- n Банк России провел аукцион по предоставлению банкам кредитов без обеспечения на срок 3 месяца. Минимальная ставка – 12.5 % годовых, максимальный объем предоставляемых средств – 250 млрд руб. Объем размещения составил 143 млрд руб., средневзвешенная ставка – 12.66 % годовых. / ММВБ

Корпоративные новости

- n ТНК-ВР скорректировала объем инвестпрограммы на 2009 год с \$ 3.5-4.5 млрд до \$ 3.0-3.5 млрд. / Коммерсантъ

Проблемы эмитентов

- n Марта допустила очередной дефолт по своим облигациям: 8 декабря 2008 г. компания не смогла выплатить купонный доход по облигациям 2-й серии. Причина неисполнения обязательств по выплате 6-го купонного дохода – отсутствие у эмитента денежных средств. / Интерфакс

Кредиты/ займы

- n CNPC и Банк развития Китая в ближайшее время продолжат переговоры о предоставлении Китаю кредитов Транснефти и Роснефти в обмен на долгосрочные поставки российской нефти в Китай. / Интерфакс
- n В следующем году **Банк Москвы** может обратиться в ВЭБ за рефинансированием иностранных заимствований на сумму более \$ 1 млрд, а также субординированным кредитом на 10 млрд руб., – заявил Президент Банка Москвы Андрей Бородин. / Ведомости

Оферты/ купоны/ погашения

- n **Банк «Ренессанс Капитал»** собрал заявки на выкуп своих еврооблигаций RenCap 2010 на сумму \$ 75.8 млн по цене не выше 49 % от номинала. / Интерфакс
- n **ТехноНИКОЛЬ-Финанс** 16 декабря выкупит облигации серии 01 по цене 97.7 % от номинала. Период предъявления заявки ограничивается 12 декабря. / Cbonds, РОСБАНК
- n **ОАО «ОГК-3»** назначило ставку 5-го купона по облигациям серии 01 в размере 8.2 % годовых. / Cbonds
- n **ООО «ЮТэйр-Финанс»** назначило ставку 5, 6-го купонов по облигациям серии 03 в размере 16 % годовых. / Cbonds
- n **ООО «УНИКУМ-ФИНАНС»** определило ставку 5, 6-го купонов по облигациям серии 01 в размере 18 % годовых. / Cbonds
- n **ЭКСПОБАНК** назначил ставку 8-го купона по облигациям первой серии в размере 8 % годовых. / Cbonds

Глобальные рынки

- n Японское правительство и правящие партии обдумывают новый экономический пакет, который будет включать в себя расходы на сумму 15-20 трлн иен (\$ 162-216 млрд) в течение следующих 3 лет. / REUTERS
- n Руководители Fannie Mae и Freddie Mac несколько лет назад предупреждали, что компании предлагают такие ипотечные программы, которые могут стать причиной долгосрочных рисков для компаний, заемщиков и отрасли. / REUTERS

Внутренний рынок

S&P рынку не помеха

Ситуация с ликвидностью и курс рубля к бивалютной корзине остаются стабильными. Внешние рынки вчера завершили день на позитивной ноте. Решение S&P снизить рейтинг России не отразилось на динамике внутреннего рынка долга (подробнее читай далее).

На внутреннем рынке вчера

На внутреннем рынке котировки рублевых облигаций изменились разнонаправлено. Серьезных покупок мы не наблюдали. КМБ-Банк успешно прошел оферту по второму выпуску облигаций. Выпуск Копейка-02 пользовался повышенным интересом. Судьба оферты по этим бумагам уже почти предreshена (см. комментарий ниже).

Биржевые торги отдельными бумагами

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25060	59.96	4	41000.0	29.04.2009		98.30	0.14	10.71
ВБД ПП 3об	332.21	4	5000	27.02.2013	04.03.2009	98.75	0.33	15.25
ВТБ-ЛизФ01	311.93	1	7384.64	06.11.2014	12.11.2009	96.55	-0.05	17.38
ГАЗПРОМ А7	656.00	12	5000	29.10.2009		95.85	2.28	12.17
ЕврокомФК5	50.91	6	5000	15.03.2011	17.03.2009	38.00	-5.33	3255.78
КМБ-Банк2	2076.04	32	3400	30.11.2011	02.12.2009	-	0.00	17.41
КОМИ 8в об	53.15	3	1000	03.12.2015		70.00	-17.16	15.00
КОПЕЙКА 02	81.39	185	4000	15.02.2012	18.02.2009	94.00	1.08	48.90
Мечел 2об	71.02	18	5000	12.06.2013	16.06.2010	69.50	-2.80	39.47
МКБ 04обл	68.14	9	2000	15.03.2011	17.03.2009	89.00	-2.20	69.63
ОГК-5 об-1	141.49	22	5000	29.09.2011	01.10.2009	92.75	0.32	18.14
ПФПГ-Ф-01	200.00	3	1100	19.10.2009		100.00	0.00	16.29
РЖД-03обл	54.65	6	4000	02.12.2009		96.98	2.30	12.01
РусСтанд-6	224.51	23	6000	09.02.2011	11.02.2009	87.50	-0.10	124.42
Русфинанс3	54.93	5	4000	13.05.2009		86.75	0.29	49.87
СвязьБанк1	127.16	20	2000	21.04.2011	23.04.2009	89.60	-0.11	46.75
ТрансКред3	85.07	3	5000	07.07.2011	07.01.2010	91.00	1.11	20.54
ЯрОбл-07	266.81	8	3500	30.03.2010		90.35	-0.71	18.13

Источники: ММВБ, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

Оферты текущей недели

Сегодня НПО «Сатурн» придется пройти оферту по выпуску облигаций серии 03. Ранее банк ВТБ был назначен платежным агентом в рамках исполнения этой оферты.

Исполнение оферт

Дата исполнения	Выпуск	объем, млн. руб.	прежний купон, %	новый купон, %	разница	Цена оферты
8 дек 08	КМБ-Банк2	3 400	7.75%	-	-	100.0%
9 дек 08	СатурнНПО3	3 500	8.75%	16.25%	7.50%	100.0%
10 дек 08	Сахатрнфг1	1 120	12.50%	12.50%	0.00%	100.0%
11 дек 08	БелФрегат1	1 000	15.00%	20.00%	5.00%	100.0%
11 дек 08	МиГ-Ф 02	3 000	12.00%	12.00%	0.00%	100.0%
12 дек 08	МастерБ-3	1 200	11.50%	-	-	100.0%
12 дек 08	ОЗНА-Фин01	500	10.50%	10.50%	0.00%	100.0%
12 дек 08	РуссНефть1	7 000	9.25%	-	-	100.0%

Источники: Cbonds, Rusbonds

Денежный рынок: ставки немного снизились

Сегодня курс рубля к бивалютной корзине остается на прежнем уровне - около 31.60 рублей за единицу бивалютной корзины. Курс RUB/USD - около 27.97; RUB/EUR - около - 36.03.

Ситуация с краткосрочной ликвидностью с утра немного улучшилась несмотря на то, что средства от вчерашнего беззалогового аукциона ЦБ на три месяца в размере 143 млрд. руб. банки получают только завтра. Напомним, что средневзвешенная ставка в рамках беззалогового аукциона составила - 12.66% годовых.

Сегодня с утра ставки overnight снизились до уровня 5 – 7.0% годовых (по сравнению с 7.5 - 9.5% ранее), ставки на три месяца снизились до уровня 17- 22% годовых (вчера - 25-30%).

Ожидания по дальнейшему ослаблению курса рубля устойчиво стабильны. На внешнем рынке вмененные ставки по контрактам NDF RUB/USD ставки на один месяц составляют порядка 40-47% годовых (вчера порядка 50-57% годовых), на 3 месяца - 40-45% (вчера около 42 - 47% годовых).

Контракты NDF RUB/USD торгуются с исполнением через месяц на уровне 29.2 (вчера - 29.4),

через 3 месяца - 30.91 (вчера - 30.98), через год - 35.5 (вчера - 35.6).

Остатки на депозитах и корсчетах в ЦБ сегодня составляют 888.8 млрд. руб. (-20.5 млрд. руб. по сравнению с вчерашними цифрами). Отрицательное сальдо по операциям с банками составляет 144.3 млрд. руб. по сравнению с 116.3 млрд. в понедельник.

Объем средств, предоставленных в рамках утреннего аукциона РЕПО, практически не изменился по сравнению с вчерашним днем и составил 139.2 млрд. руб. Ставка – 9.18% годовых. Максимальный объем предоставляемых средств на уровне 175 млрд. руб.

Краткосрочный взгляд не изменился

Центральный Банк продолжает проводить политику контролируемого ослабления курса рубля, и, судя по котировкам NDF, рынок ждет дальнейшего ослабления стоимости национальной валюты. Соотношение ставок и курса национальной валюты находится в неустойчивом равновесии. Это некомфортно для многих инвесторов, которые видят возможности на рынке рублевых облигаций, предпочитая операции с короткими долларowymi евробондами.

Рекомендации прежние

Пока ожидания по дальнейшему ослаблению курса рубля остаются высокими, привлекательность многих идей в рублевых облигациях остается под вопросом. Тем не менее, мы бы рекомендовали бумаги эмитентов из нефинансового сектора с рейтингом уровня «BB».

Покупки госбумаг со стороны ВЭБа высвобождают лимиты госбанков на другие бумаги, включенные в ломбардный список ЦБ, что в итоге приводит к замещению портфелей государственных ценных бумаг на корпоративные выпуски и создает дополнительный спрос на последние.

Егор Федоров

Стратегия

Новый рейтинг от S&P не меняет положения вещей

Событие. S&P снизило суверенный рейтинг России на одну ступень до уровня «BBB», оставив «негативный» прогноз изменения рейтинга.

Снижение суверенного рейтинга привело к снижению рейтингов 4-х негосударственных эмитентов: Москвы, Транснефти, ВЭБа и Росийского Банк Развития. Прогноз по рейтингу еще 4-х эмитентов был снижен до «негативного». Реакция рынков на снижение рейтинга – нейтральная на фоне позитивных тенденций на глобальных рынках.

S&P отмечает значительное сокращение золотовалютных резервов с августа 2008 г. на \$128 млрд. до \$455 млрд., что составляет 74% во внешнем финансировании в 2009 г. Сокращение резервов, препятствует более существенному ослаблению курса рубля и увеличивает возможность скачков обменного курса позднее

В 2009 году S&P прогнозирует следующие тенденции в экономике России:

- ВВП будет расти существенно медленнее, а пересчитанный в долларах США, вероятно, уменьшится;
- Счет текущих операций станет дефицитным (до 2.6% ВВП);
- Бюджет расширенного правительства, вероятно, станет дефицитным

Комментарий. Агентство констатирует негативные изменения макроэкономической конъюнктуры России, о которых предупреждало ранее и которые уже были учтены в ценах рублевых активах. На наш взгляд, снижение рейтинга России будет существенно для долгового рынка только в случае перевода суверенного рейтинга в более низкую спекулятивную категорию, однако в ближайшей перспективе мы вряд ли станем свидетелями этого кардинального решения. До сих пор котировки рублевых облигаций гораздо большее влияние будет оказывать политика ЦБ в отношении валютного курса и внутренних ставок.

Егор Федоров

Кредитные рейтинги российских эмитентов

	S&P	прогноз	действие	Moody's	прогноз	Fitch	прогноз
Россия	BBB	Негативный	снижение рейтинга	Baa1	Позитивный	BBB+	Негативный
Москва	BBB	Негативный	снижение рейтинга	Baa1	Стабильный	BBB+	Негативный
Транснефть	BBB	Негативный	снижение рейтинга	A2	Стабильный	-	-
Внешэкономбанк (ВЭБ)	BBB	Негативный	снижение рейтинга	Baa1	Позитивный	BBB+	Негативный
Российский Банк Развития (РосБР)	BBB	Негативный	снижение рейтинга	Baa2	Стабильный	-	-
ФСК ЕЭС	BBB	Негативный	снижение прогноза до "негативного"	Baa2	Стабильный	-	-
Санкт-Петербург	BBB-	Негативный	снижение прогноза до "негативного"	Baa2	Стабильный	BBB	Позитивный
Водоканал Санкт-Петербурга	BBB-	Негативный	снижение прогноза до "негативного"	Baa3	Стабильный	-	-
ГУП "Мосводоканал"	BBB-	Негативный	снижение прогноза до "негативного"	-	-	-	-
Газпром	BBB	Негативный	прогноз и рейтинг подтверждены	A3	Стабильный	BBB	Стабильный
РусГидро (ГидроОГК)	BBB-	Стабильный	прогноз и рейтинг подтверждены	Baa3	Стабильный	BBB-	Негативный
Роснефть	BBB-	Стабильный	прогноз и рейтинг подтверждены	Baa1	Стабильный	BBB-	Стабильный

Источники: данные рейтинговых агентств

Глобальные рынки**US-Treasuries стабильны**

Динамика us-treasuries была не очень волатильной вчера днем. На рынке наблюдается временный баланс между спросом на us-treasuries, доходности которых близки к историческим минимумам, и новым предложением us-treasuries, которое ожидается на этой неделе.

Сегодня доходности us-treasuries снижаются на фоне ралли на мировых фондовых рынках. Доходности UST-10 находятся на уровне 2.70% годовых (-5 б.п. к вчерашним уровням). Доходности 30-летних бондов находятся на уровне 3.13% (-2 б.п.).

«План автопроизводителей США помочь самим себе»: первый драфт

Вчера стали известны некоторые пункты будущей программы поддержки автопрома США. Программа включает пункты о необходимости восстановления ликвидности и стабилизации ситуации в автоиндустрии. Кредитные средства предоставляются на 7 лет по ставке 5.0% в течение первых 5 лет, и повышением до 9.0% в последующие. Президент должен определить одного или более ответственных представителей власти за наблюдение и контроль выполнения плана спасения автопрома, распределение кредитных ресурсов, отчет перед Конгрессом и т.д. План ограничивает компенсацию менеджменту, ставит запрет на золотые парашюты, запрещает прямое приобретение/ лизинг частных самолетов. План направлен на сохранение 355 тыс. рабочих мест в автопроме и 4.5 млн. рабочих мест в смежных отраслях.

Большая определенность в отношении автопроизводителей несомненно, играет на руку рынкам.

Новый долг, старые угрозы

Казначейство США объявило более масштабные, чем ожидалось планы по заимствованию. Сегодня рынку будут предложены краткосрочные векселя на \$54 млрд., завтра - 3-х летние бонды объемом \$28 млрд., а в четверг Казначейство произведет доразмещение обращающихся 10-летних бондов на сумму \$16 млрд. Уже сейчас появляются скептики, выражающие сомнения относительно способности Казначейства найти спрос на столь низких уровнях. Как всегда, если что-то пойдет не так - доходности UST могут взмыть вверх.

На этой неделе основной блок важной макроэкономической статистики придется на вторую половину недели. В четверг будут опубликованы данные по внешней торговле за октябрь. Ожидается, что дефицит торгового баланса сократится до \$53.3 млрд. с \$56.47 млрд. Также в этот день будут опубликованы данные по динамике экспортных и импортных цен в ноябре и число обращений за пособиями по безработице. Консенсус-прогноз - находится на уровне 525 тыс. по сравнению с последними 509 тыс. Важная статистика выйдет в пятницу, когда будут опубликованы данные по розничным продажам и динамика промышленных цен в ноябре.

Еврооблигации EM

В еврооблигациях EM наблюдалось оживление. Индекс EMBI+ прибавил 0.98%, а спрэд индекса сузился на 21 б.п. до 745 б.п. Индекс EMBI+ Россия, несмотря на снижение суверенного рейтинга, вырос на 1.27%, а спрэд сузился на 29 б.п. до 824 б.п. Спрэд еврооблигаций Россия-30 к UST-10 находится на уровне 870 б.п. (вчера - 891 б.п.).

CDS российских эмитентов вчера снизились. 5-летний CDS ВТБ вчера остался на уровне 1139.5 б.п., 5-летний CDS Газпрома сузился на 20 б.п. до 1057 б.п.. 5-летний CDS России снизился на 22 б.п. до 793.3 б.п.

Егор Федоров

Корпоративные новости**Сорус-Капитал признан банкротом**

Арбитражный суд Санкт-Петербурга и Ленинградской области принял решение о признании ООО «Сорус-Капитал» (NR) банкротом (источник – Ведомости). Заявление о банкротстве подала сама компания 31 октября 2008 г. Ранее, 7 ноября 2008 г., компания допустила дефолт по своему 1-му облигационному выпуску на 1.2 млрд руб. в части оферты. Вчера же технический дефолт эмитента по выпуску Сорус-Капитал-1 перерос в реальный.

Мы вынуждены констатировать, что решение вопроса в судебной плоскости сулит мало хорошего держателям выпуска, по которому произошел дефолт. Тот факт, что инициатором банкротства выступил сам эмитент, наводит нас на мысль, что на общем собрании кредиторов первую скрипку будет играть именно компания, и надеяться на то, что неконсолидированные голоса держателей облигаций будут материальны, не приходится. В случае Соруса, если дело дойдет до распродажи активов в рамках конкурсного производства, мы ожидаем увидеть крайне низкий recovery ratio.

Из-за слабой юридической силы выпусков рублевых облигаций просpekt эмиссии рублевых облигаций не предполагает наличие условий кросс-дефолта по другим обязательствам. Не смогли его найти мы и в случае Соруса. Таким образом, факт дефолта по одному выпуску не вызвал права подачи исков/досрочного погашения по облигациям 2-й серии (Сорус-Капитал-2). В случае если держатели недефолтнувших облигаций Соруса не знали о подаче заявления о банкротстве самой компанией, некая возможность маневра у них появилась только сегодня, и сводится она, насколько мы понимаем, к направлению своих требований для составления общего реестра прав кредиторов компании. Мы советуем владельцам попытаться продать облигации Сорус-Капитал-2 по любой цене и только в случае полного фиаско подключаться к процедуре банкротства.

Леонид Игнатьев

Вымпелком закрывает синдикацию на 550 млн евро

По данным Reuters, ВымпелКом (BB+/Ba2/-) привлек синдцированный кредит на 550 млн евро под Euribor плюс 230 базисных пунктов. Ранее оператор планировал привлечь трехлетний кредит объемом до 1 млрд евро под ставку Euribor+ 180 б.п.

Насколько мы понимаем, речь идет о синдикации, о которой российский сотовый оператор договорился с европейскими банками еще в октябре 2008 г. Ее условия предусматривали одномоментное выделение первого транша в размере 475 млн евро. Если следовать этой логике, то ВымпелКом сейчас получил остаток – всего 75 млн евро.

Понятно, что полученная по кредитному договору сумма ничтожна, для того чтобы серьезно говорить о влиянии на кредитное качество Вымпелкома как эмитента еврооблигаций и рублевого займа.

Анализируя отчетность сотового оператора за 9 месяцев 2008 г. (см. наш ежедневный обзор долговых рынков от 26 ноября 2008 г.), мы обрисовали наше отношение к облигациям компании. Еврооблигации ВымпелКом – одни из самых надежных публичных инструментов российских частных компаний в сегменте евробондов, что подтверждают котировки около номинала по короткому выпуску VimpelCom 2009. Рекомендовать длинный выпуск VimpelCom 2011 нам мешает только дюрация. Рублевый ВК-Инвест-1 (средневзвешенная цена – около 85%) не очень интересен, хотя рисков рефинансирования по нему мы не видим.

Леонид Игнатьев

Копейка привлечет кредит от Сбербанка на рефинансирование облигаций

Сбербанк одобрил выделение кредита розничной сети «Копейка» на 4 млрд руб. Средства от кредита компания направит на прохождение оферты по облигационному выпуску на 4 млрд руб. в феврале 2009 г. Об этом сегодня пишет газета «Коммерсантъ». Представитель Копейки утверждает, что если раньше сеть вела переговоры о продаже до 49 % своих акций, то в 2009 г. может быть продано не больше блок-пакета (25 % акций) компании.

Новость о том, что механизм господдержки 10 крупнейших ритейлеров России набирает обороты, очень отраднa для держателей облигаций сети. Мы рекомендуем текущим владельцам держать бумаги до оферты, в то время как наращивать позиции в выпуске мы считаем не очень целесообразным.

Другое дело, что при снижении рисков рефинансирования Копейка лишается возможности серьезно улучшить свое кредитное качество в более долгосрочной перспективе. Приход в капитал ритейлера Группы X5, или TPG, или PPF, или прочих игроков, делавших конкретные предложения бенефициару Копейки (см. сегодняшний Коммерсантъ), по нашему мнению, способствовал бы росту кредитного качества сети, которая на сегодняшний момент имеет рейтинг на уровне «ССС+» от S&P. Это на 4 ступени ниже, чем у X5 Retail Group.

Вчера мы писали о том, что в секторе «Продуктовый ритейл» 1.5-летним облигациям Икс-5-2 с доходностью 40-45 % мы предпочитаем короткие и более доходные облигации 7 Континент.

Леонид Игнатьев

Вагонмаш снижает риски рефинансирования

Вагоностроительное предприятие «Вагонмаш» (NR) вчера сообщило о том, что привлекло кредит от Сбербанка на 1.5 млрд руб. до апреля 2010 г. по ставке 16 %. При внесении залога недвижимости процентная ставка по кредиту уменьшится на 1 %.

Данная новость – безусловный позитив для небольшой компании с объемом выручки менее \$ 100 млн и высокой долговой нагрузкой (Долг/EBITDA – около 7.0X). Мы ориентируемся на данные РСБУ для ЗАО «Вагонмаш». Мы отмечаем, что предоставленная Сбербанком кредитная линия практически полностью покрывает текущий уровень долга компании.

Нет сомнений в том, что для держателей коротких облигаций Вагонмаш-2 (цена последней сделки – 85 % от номинала, доходность – около 58 % к оферте в июне 2009 г.) сообщение о новом кредите – это снижение рисков рефинансирования практически в полном объеме. Понятно, что анализ кредитного качества компании при этом отходит на второй план.

Леонид Игнатьев

Альфа-Банк получил контроль над Северной казной

По сообщению Интерфакса, Альфа-Банк стал владельцем контрольного пакета (75 %) банка «Северная казна».

Как мы писали 1 декабря 2008 г., когда появились первые новости о заинтересованности Альфа-Банка в покупке своего уральского коллеги, смена контроля над Северной казной – это значительное уменьшение рисков рефинансирования для держателей облигаций последнего.

Сегодня мы подтверждаем нашу рекомендацию «держателю до оферты» по облигациям СевКазна-2 и «держателю до погашения» по облигациям СевКазна-1 (оба выпуска имеют дюрацию около полугода). Несмотря на неликвидность обоих выпусков, вчера в облигациях СевКазна-2 мы видели сделки по цене 58 % от номинала. По близким к этому уровню ценам мы считаем покупку облигаций уральского банка оправданной.

Леонид Игнатьев

РусГидро: финансовые результаты по МСФО за 1-ое полугодие 2008 г.

Вчера РусГидро (BBV-/Ваа3/BBV-)провела телеконференцию, на которой была прокомментирована отчетность компании по МСФО за 1-е полугодие 2008 г., а также освещены некоторые вопросы, связанные с текущей деятельностью компании, ее ожиданиями на будущий год.

РусГидро: результаты по МСФО за 1 П 2008

млн руб.	6 мес. 2007	6 мес. 2008	г-г, %
Выручка	28 879	35 735	23.7
Операционная прибыль	7 262	9 499	30.8
рентабельность	25.1%	26.6%	
ЕБИТДА	11 448	14 055	22.8
рентабельность	39.6%	39.3%	
Чистая прибыль	4 839	6 924	43.1
рентабельность	16.8%	19.4%	
Выработка электроэнергии, млн кВт. ч.	47 509	40 467	-14.8

Источник: данные компании

Выручка компании выросла на 24 % до 35.7 млрд руб., тогда как затраты от операционной деятельности увеличились на 21 % за счет роста расходов на покупную электроэнергию в обеспечение обязательств по регулируемым договорам. Собственная выработка компании снизилась на 15 % ввиду неблагоприятных метеорологических условий, однако это привело к росту цен на свободном рынке (сокращение предложения и замещение выработки на более дорогую от ТЭС), и рентабельность РусГидро осталась практически без изменений (ЕБИТДА margin – около 39 %).

Совокупный **долг** компании на середину года достиг 45.8 млрд руб., что в относительных терминах соответствует показателю Долг/ЕБИТДА на уровне 2.3X. Тем не менее, остаток денежных средств и эквивалентов на балансе компании составлял примерно 19 млрд руб., и это уменьшало долговую нагрузку до 1.3x по отношению к ЕБИТДА.

Во время телефонной конференции компанией были озвучены **прогнозы** основных показателей по итогам 2008 г.: выручка на уровне 67 млрд руб., ЕБИТДА – 30 млрд руб., чистая прибыль – 14.9 млрд руб. При прогнозируемом самой компанией неизменном уровне долга на конец года (насколько мы поняли, имеется в виду чистый долг) негативной динамики показателя Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2008 г. мы не ожидаем.

Продемонстрированные результаты за отчетный период мы оцениваем как нейтральные – в них еще не успели найти отражение неплатежи, связанные с ухудшением финансового положения российских компаний осенью 2008 г.

Так, сейчас накопленный объем **неплатежей** по группе РусГидро оценочно составляет около 3 % выручки, причем за октябрь-ноябрь 2008 г. он был несколько выше – 6 % за счет сбытовых компаний, ожидающих к концу года получения федеральных субсидий.

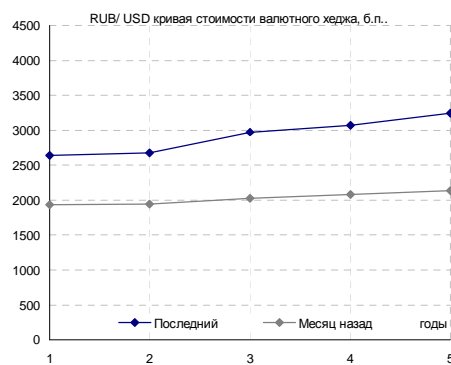
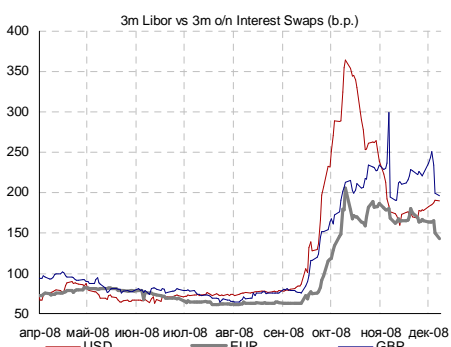
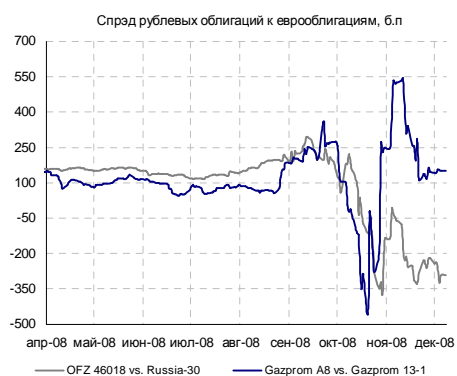
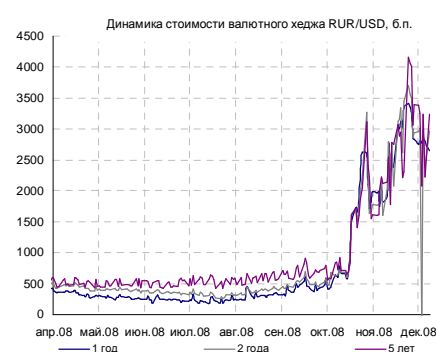
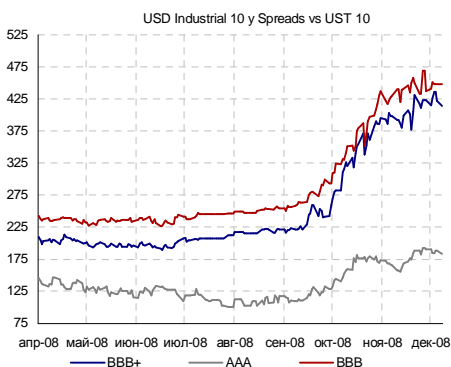
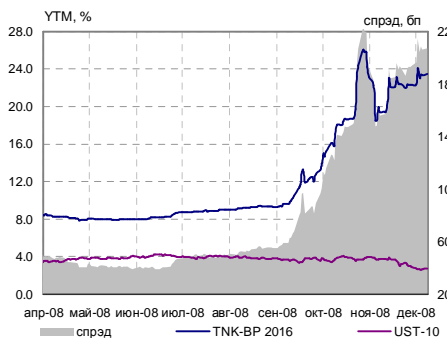
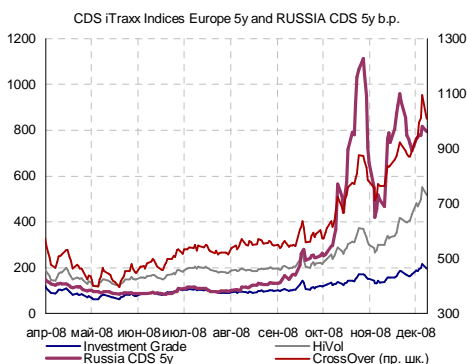
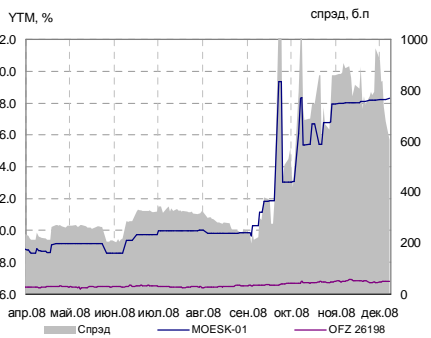
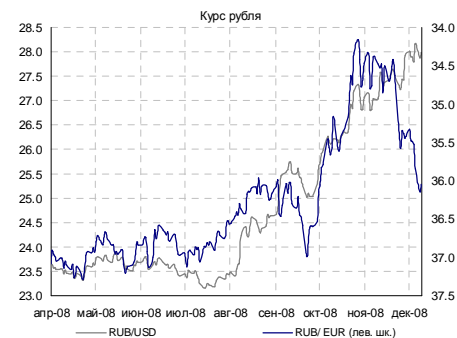
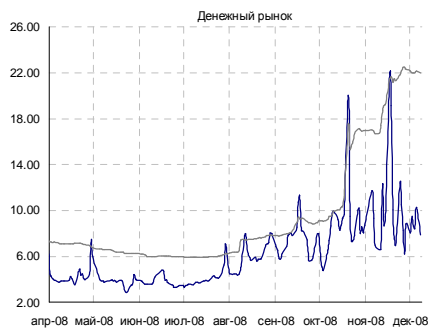
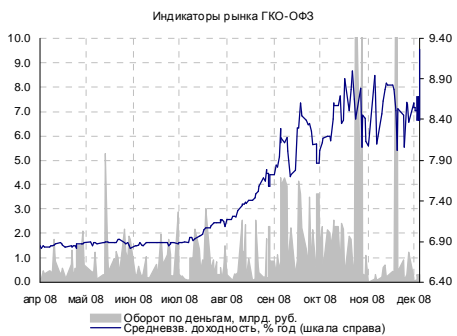
Однако в 2009 г. по оптимистичному сценарию уровень оплаты составит 95 %, тогда как по пессимистичному – до 81-82 %. Повышение уровня неплатежей образуется, главным образом, за счет сбытов с высокой долей промышленных потребителей, гарантирующих поставщиков (объекты социального обеспечения) и потребителей с высокой долей транспорта и связи.

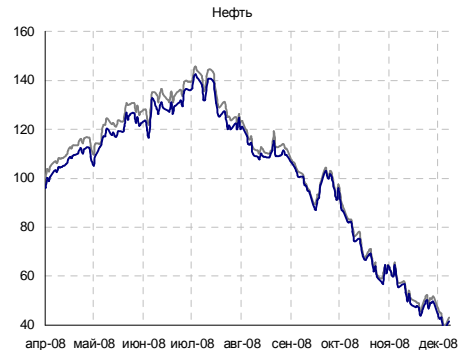
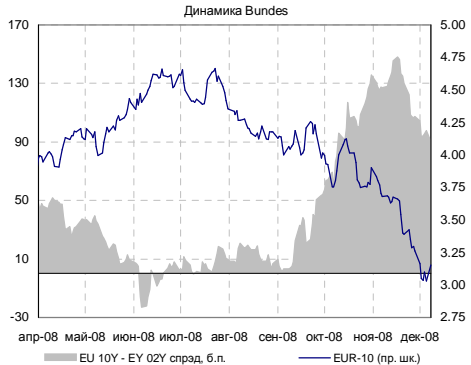
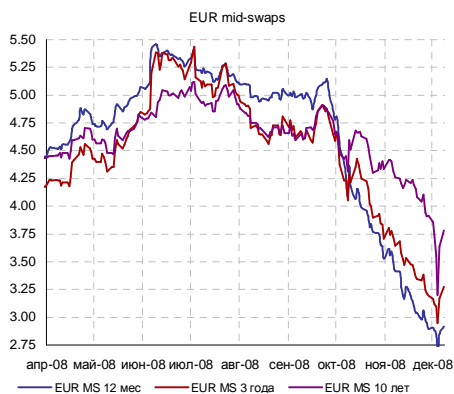
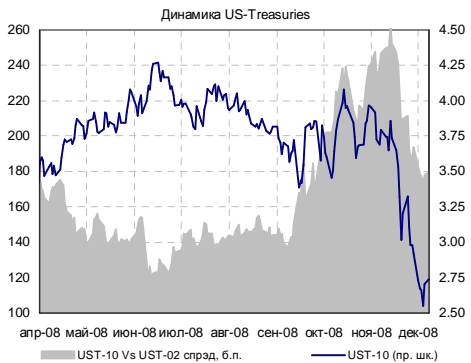
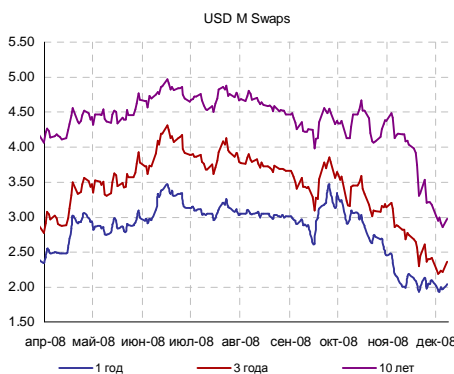
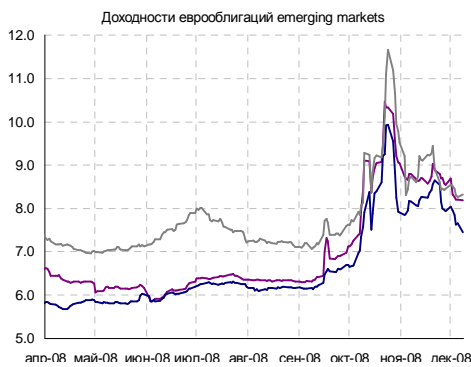
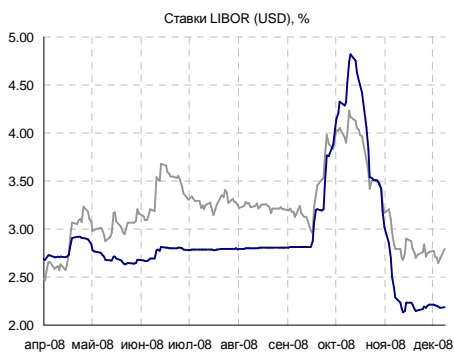
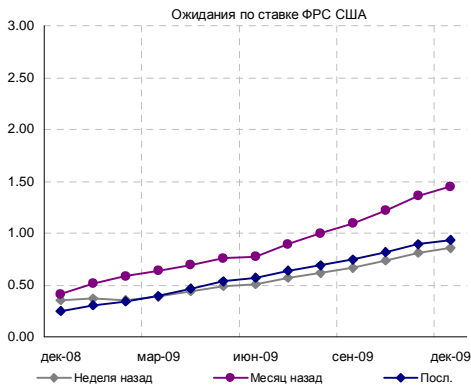
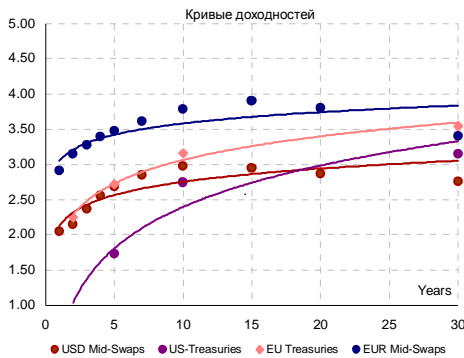
Одним из рисков для компании, получившей самое высокое увеличение тарифа на электроэнергию (31.3 %), мы видим возможный пересмотр тарифа в сторону снижения ввиду сложившейся финансовой ситуации. О такой возможности заявил вчера Интерфакс со ссылкой на Минэкономразвития РФ, которое на совещании в минувшую пятницу и предложило Правительству снизить рост энерготарифов в 2009 г. до 5 % с 19 % (по отрасли в целом). Сейчас ФСТ поручено просчитать последствия потенциального решения.

Очевидно, изначально заложенный рост тарифа в 31.3 % для РусГидро оправдывается огромной **инвестпрограммой** (совокупный объем – около 600 млрд руб.), которая на 2009 год еще не утверждена, как и прогнозы по финансовым показателям. Однако в текущих условиях у нас есть серьезные опасения насчет ее невыполнения в объеме, близком к намеченному, без дополнительной помощи государства.

Длинный облигационный выпуск РусГидро сложно назвать интересным как в силу дюрация (2.2 года), так и доходности (всего 20 %).

Леонид Игнатьев, Елена Зенкова





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

03.12.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
04.12.08	Очередное заседание Банк Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

СЕГОДНЯ

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	СатурнНПОЗ	3 500	Оферта	100	3 500
СЕГОДНЯ	Хлебзв28-2	75	Погаш.	-	75
10.12.2008	МатрицаФ-1	120	Погаш.	-	120
10.12.2008	МоскомцБ	1 000	Погаш.	-	1 000
10.12.2008	Сахатрнфг1	1 120	Оферта	100	1 120
11.12.2008	БелФрегат1	1 000	Оферта	100	1 000
11.12.2008	МиГ-Ф 02	3 000	Оферта	100	3 000

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

** с учётом прошедших амортизаций

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
01.12.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	дек.08	38.4	44.4	36.2
03.12.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	ноя.08	43.0	38.9	37.3
05.12.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	ноя.08	6.7%	6.5%	6.7%
05.12.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непроизводственном секторе (Non-farm payrolls)	ноя.08	-300 000	-240 000	-533 000
СЕГОДНЯ	Индекс незавершенных продаж на рынке жилья (Pending Home Sales Index)	ноя.08	86.5	83.0	
10.12.08	Сальдо федерального бюджета, млрд. долл.	ноя.08		-92.0	
11.12.08	Экспортные цены	ноя.08		-1.9%	
11.12.08	Импортные цены	ноя.08		-4.7%	

Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
20.11.08	Разгуляй, БО-11	1 000	1 год	-	-
СЕГОДНЯ	Райффайзенбанк	10 000	5 лет/оф - 3 года		

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

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Металлургия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны 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.