

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	42.78	-2.02	-4.51	Evraz' 13	54.40	0.00	27.43	1
Нефть (Brent)	44.35	-1.79	-3.88	Банк Москвы' 13	-	0.20	20.74	-5
Золото	826.00	-0.50	-0.06	UST 10	111.30	0.45	2.52	-3
EUR/USD	1.3734	0.00	0.34	РОССИЯ 30	81.74	0.03	11.15	0
USD/RUB	27.5778	-0.04	-0.16	Russia'30 vs UST10	863			5
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (0.5%)	100%	0.00%		UST 10 vs UST 2	178			-3
USD LIBOR 3m	1.87	-0.05	-2.60	Libor 3m vs UST 3m	186			-5
MOSPRIME 3m	22.00	0.17	0.78	EU 10 vs EU 2	103			-2
MOSPRIME o/n	9.25	0.25	2.78	EMBI Global	778.23	1.04		8
MIBOR, %	9.01	0.09	1.01	DJI	8564.5	-0.75		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	945.60	-20.20	-110.56	Russia CDS 10Y \$	736.68	0.60		2
Сальдо ливн.	-557.5	-90.70	19.43	Gazprom CDS 10Y \$	956.60	0.63		6

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

Инвесторы напуганы дефолтами, активность только в качественных бумагах  
Оферты – раз на раз не приходится

### Стратегия

Господдержка: 300 золотых компаний  
ЦБ РФ снизил лимиты беззалогового кредитования для 34 банков

### Денежный рынок

Ситуация с ликвидностью на время нормализовалась, курс рубля стабилен  
До конца года банки должны вернуть Минфину и ЦБ 660 млрд. руб.

### Глобальные рынки

Решение FOMC: «quantitative easing» поможет зафиксировать прибыль в UST

### Корпоративные новости

Сделка по покупке Банка «Союз» Газэнергопромбанком под вопросом?  
Копейка: ключевые финансовые результаты за 9 месяцев 2008 г.  
Нутритек договаривается о реструктуризации своего проблемного LPN  
Юнимилк: отчетность по МСФО за 1 полугодие и снижение инвестиций  
Аптеки 36 и 6: подробности нового SPO

## Новости коротко

### Ключевые новости

- **Субъекты РФ** получат право выдавать **гарантии банкам по кредитам предприятий без залогов** – премьер-министр РФ Владимир Путин. / ПРАЙМ-ТАСС
- **Центральный банк РФ подтвердил готовность выдавать беззалоговые кредиты сроком до одного года**, – сказал премьер-министр РФ Владимир Путин, добавив, что для этого придется «быстро» внести изменения в законодательство. На заседании Президиума Правительства Путин дал поручение к среде подготовить список крупных предприятий, нуждающихся в поддержке. / REUTERS
- Поправки в закон о ЦБ РФ, разрешающие ему предоставлять беззалоговые кредиты на срок до одного года, будут приняты до конца 2008 г – А.Кудрин. / Прайм-ТАСС

Экономика РФ/ Денежный рынок

- n **Профильные ведомства РФ обсуждают заморозку роста тарифа на электроэнергию** для населения на период 1-го квартала 2009 г. и возможное сокращение повышения тарифа на тепло на этот период почти в 2 раза от предполагаемого ранее. / REUTERS
- n **Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк и Россельхозбанк создадут рабочие группы на региональном уровне для помощи проблемным предприятиям.** (Министр финансов Алексей Кудрин). / Прайм-ТАСС
- n Банк России включил **РА АК&М** в перечень агентств, рейтинги которых будут применяться при выдаче беззалоговых кредитов. / Cbonds
- n Объем производства промышленной продукции РФ в ноябре 2008 г. к соответствующему периоду прошлого года упал на 8.7 %, к октябрю снижение составило 7.5 %. / REUTERS
- n **Цены производителей промышленной продукции в России в ноябре 2008 г. упали на 8.4 %** после снижения на 6.6 % в октябре. За сентябрь-ноябрь дефляция в промышленности составила 18.7 %. За январь-ноябрь 2008 г. цены производителей повысились на 0.6 % против 20.6 % в январе-ноябре 2007 г. / REUTERS

Корпоративные новости

- n Дочерняя компания **Ситроникса** – Intratelecom Telecom, входящая в телекоммуникационное подразделение, – подписала контракт с ведущим оператором сотовой связи Армении K-Telecom (работает под брендом VivaCell-MTS) на сумму \$ 24 млн. / СКРИН

Проблемы эмитентов

- n **Amtel-Vredestein больше не может удовлетворять требования кредиторов.** Ранее компания остановила производство на Кировском заводе и снизила производство на заводе в Воронеже в связи с дефицитом оборотных средств. Кроме того, компании не удалось договориться о слиянии бизнеса с СИБУРом. / REUTERS

Кредиты/ займы

- n **Роснефть планирует занять до \$ 1.5 млрд у западных банков и до \$ 4.0 млрд у Внешэкономбанка** на рефинансирование долга в 2009 г., – сказал вице-президент крупнейшей в России нефтяной компании Сергей Макаров. / REUTERS

Кредитные рейтинги

- n S&P отозвала кредитные рейтинги Maretex Limited на уровне «ССС+» и «гuBB+» по просьбе компании. / S&P
- n Moody's **изменило прогноз рейтинга «А3» Газпрома на «стабильный» с «позитивного»** вслед за аналогичным решением в отношении рейтинга России. / Moody's
- n Moody's снизило долгосрочные депозитные рейтинги российских **Тюменьэнергобанка** и **Газинвестбанка**, лишившихся лицензий в начале декабря, до минимально возможного уровня – «С». / Moody's

Оферты/ купоны/ погашения

- n **Совладелец Группы «ДОН-строй» Маским Блажко подтвердил полный выкуп CLN ДОН-строя по оферте** в ноябре 2008 г. / Коммерсантъ
- n **ООО «ТОП-КНИГА» назначило ставку 5-8-го купонов по облигациям серии 02 в размере 20 % годовых.** Кроме того, эмитент выставил дополнительную оферту и обязуется выкупать облигации выпуска по следующему графику: по 243 750 облигаций выпуска в 12.03.2009, 11.06.2009, 10.09.2009, 10.12.2009. Цена выкупа – 100 % от номинала. Общее количество – 975 000 штук. / Cbonds

## Внутренний рынок

## Инвесторы напуганы дефолтами, активность только в качественных бумагах

Напуганные большим числом дефолтов в последние дни инвесторы продолжают держаться только самых надежных бумаг. Если взглянуть на срез облигаций с самым высоким торговым оборотом вчера, легко заметить что только здесь сохраняется хоть какое-то подобие рыночной активности.

Мы также отмечаем всплеск интереса к выпускам двух генкомпаний с самыми качественными стратегами – ОГК-5 и ОГК-2. Тогда как более короткая ОГК-5 предлагает инвесторам около 20%, более длинный полуторогодовой выпуск ОГК-2 вчера вырос в цене, доходность снизилась до 28.5%. Мы считаем, что бумага все еще выглядит довольно интересно по сравнению с другими квазисуверенными выпусками, например, облигациями МРК, торгующимися в среднем по 14-16% годовых. Напомним, что стратегическим инвестором в ОГК-2 является Газпром, который собирается помочь компании с реализацией инвестпрограммы, выкупив допэмиссию акций ОГК-2 в следующем году.

Несмотря на неуверенный рост отдельных бумаг, настроения на рынке сохраняются самые мрачные, а цену сделки по-прежнему определяют покупатели, что и приводит к планомерному снижению котировок. По итогам понедельника корпоративный сектор потерял в цене около 30 б.п., муниципальный – 20 б.п.

## Биржевые торги отдельными бумагами

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25059	234.19	371	41000.0	19.01.2011		89.05	-0.94	12.65
ОФЗ 25060	152.13	8	41000.0	29.04.2009		98.70	0.00	9.74
АвтомирФ-2	308.00	25	2000	23.06.2010	24.12.2008	99.00	-0.30	63.21
ВК-Инвест1	330.89	16	10000	19.07.2013	22.01.2010	87.40	0.46	23.79
Возрожд 01	152.40	18	3000	03.03.2010		76.50	-1.61	36.99
ГАЗПРОМ А4	66.93	64	5000	10.02.2010		95.45	0.05	12.94
ГАЗПРОМ А7	226.75	19	5000	29.10.2009		95.57	1.40	12.66
ГАЗФин 01	121.72	14	5000	08.02.2011	10.02.2009	79.00	-0.32	369.55
ЕБРР 02обл	302.40	5	5000	21.04.2011	22.01.2009	101.10	0.25	4.94
Лукойл2обл	143.83	33	6000	17.11.2009		94.76	0.92	13.91
МГор47-об	290.24	7	10000	28.04.2009		99.80	0.35	8.82
МИА-5об	482.00	9	2000	17.07.2014	23.07.2009	-	0.00	12.58
ОГК-2 01об	197.90	21	5000	05.07.2010		77.01	0.67	28.50
ОГК-5 об-1	323.05	55	5000	29.09.2011	01.10.2009	91.75	-2.39	20.04
РЕТАЛ-1	1037.49	52	1000	09.12.2009		94.00	-6.00	-
РЖД-03обл	193.23	5	4000	02.12.2009		95.40	0.10	14.03
РЖД-06обл	367.93	18	10000	10.11.2010		89.90	1.24	13.99
РЖД-08обл	812.24	40	20000	06.07.2011		87.60	0.69	14.99
РОСБАНК-1	99.10	3	3000	15.02.2009		99.10	-0.05	13.49
РосселхБ 2	290.66	22	7000	16.02.2011		87.75	-0.51	15.33
СУ-155 3об	79.07	69	3000	15.02.2012	18.02.2009	74.00	4.96	467.39
ТКФинанс 2	100.40	2	1000	05.09.2011		100.00	0.00	12.98
Тюменэнрг2	96.80	1	2700	29.03.2012	01.04.2010	-	0.00	30.09
УРСАБанк 8	74.79	2	6203	09.04.2015	16.04.2009	94.00	0.53	33.59
ЦентрТел-4	80.22	9	5622.595	21.08.2009		98.90	0.92	16.06
	6178.05	509						

Источники: ММВБ, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

## Оферты – раз на раз не приходится

Среди 3 эмитентов, проходивших вчера оферты как минимум один – Банк Электроника – не справился с задачей, признавшись в отсутствии необходимых денежных средств. Пока также нет новостей от МОИА, которое вчера должна была выкупать свой третий выпуск объемом 5 млрд руб. Ретал прошел оферту, полностью выкупив бумагу с рынка – приобретенный эмитентом объем выпуска составил почти 1 млрд руб. или 99% выпуска.

Автомир вчера назначил ставку купона в размере 0.20% годовых. Что интересно, если бы такая ставка была назначена в мирное время, мы бы восприняли ее как готовность и даже желание эмитента выкупить бумагу в полном объеме с рынка. Сейчас же, напротив, подобные действия вызывают лишь опасения – может статься эмитент, зная, что не сможет расплатиться, хочет предложить инвесторам рассрочку, причем не на самых выгодных условиях. Впрочем, судя по цене, по которой в последние дни торговалась бумага, инвесторы более чем уверены в успешном прохождении Автомиром оферты.

*Анастасия Михарская*

## Стратегия

**Господдержка: 300 золотых компаний**

Вчера появились новые подробности относительно списка системообразующих предприятий, которые получат особую поддержку со стороны государства. Поддержка будет комплексной и, помимо кредитной помощи, будет включать налоговые послабления и кредиты, а также госзаказ на производимую продукцию. В качестве дополнительной меры Минфин предлагает вхождение государства в капитал компаний, однако, это не является обязательным условием. Для того чтобы попасть в заветный список компания должна соответствовать хотя бы одному из следующих критериев: объем выпускаемой продукции должен быть не менее 15-16 млрд руб., численность – более 4 тыс. человек. Сразу оговоримся, что для сельхозпроизводителей требования смягчены и будут рассматриваться компании с оборотом менее 15 млрд руб. Кроме того, в список попадут предприятия оборонного комплекса с особыми видами технологий.

Список, в который войдет всего около 300 предприятий, вклад которых в ВВП Минфин оценивает в 85%, будет формироваться рабочей группой из представителей Минфина, Минэкономразвития, Минсельхоза, Минпромторга, Минэнерго и госбанков (включая РСХБ). Главную роль во включении той или иной компании отводится Минфину.

Помимо поддержки предприятий на федеральном уровне, правительство предлагает регионам также сформировать рабочие группы для отбора 1200 предприятий для помощи на региональном уровне. Мы узнаем имена счастливиц совсем скоро – министр финансов Кудрин планирует утвердить их в течение двух дней.

Стоит отметить, что попытка установления столь простых критериев отбора сама по себе хорошая идея, и призвана ограничить коррупционный элемент при отборе компаний в список. Насколько мы понимаем, критерию величины выручки как раз соответствует около 300 российских предприятий. Например, согласно информации РБК-Рейтинг по итогам 2007г. мы видим 313 компаний, выручка которых превышает 15 млрд руб.

В то же время стоит отметить один нюанс – многие из этих имен представляют собой не единое юрлицо, а холдинг, состоящий из множества небольших компаний, выручка и численность каждой из которых не столь велика. Возникает разноточение – будет ли рабочая группа учитывать консолидированные показатели или речь идет о бухгалтерской отчетности и списочной численности отдельных компаний. Таким образом, несмотря на формально простые критерии отбора, у представителей группы все еще есть достаточно много свободы в принятии решения относительно попадания той или иной компании в заветный список.

*Анастасия Михарская*

**ЦБ РФ снизил лимиты беззалогового кредитования для 34 банков**

Как заявил вчера директор департамента банковского регулирования и надзора ЦБ РФ Алексей Симановский, ЦБ РФ вчера снизил лимиты по беззалоговому кредитованию 34 банкам из допущенных к аукционам 136 кредитных организаций.

Насколько мы поняли из статей в сегодняшних деловых СМИ и на ленте новостей REUTERS, «первое» предупреждение о злоупотреблениях в части наращивания валютной позиции в активах обошлось банкам пока символически – лимиты были сокращены буквально на 1-2 %. Очевидно, эта величина слишком незначительна, чтобы говорить о значительном негативном эффекте от данной меры.

Столь скромное «наказание» можно трактовать двояко: либо это лишь первый этап, за которым последуют более решительные шаги регулятора, либо монетарные власти понимают, что опережающий рост валютных активов у банков – это не всегда признак активной спекулятивной игры на рынке Forex.

Мы считаем, что более полный вывод о степени влияния сокращения лимитов беззалогового кредитования можно будет сделать по результатам дальнейшей политики, а пока новость мы считаем нейтральной

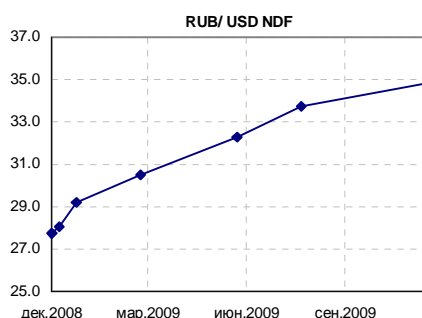
*Леонид Игнатъев*

## Денежный рынок

## Контракты RUB/ USD NDF

Срок	Временные ставки, %		RUB/ USD NDF	
	bid	offer	bid	offer
1W	26.7	34.3	27.73	27.77
2W	34.0	50.1	28.02	28.08
месяц	47.7	53.5	29.65	28.78
3 мес.	48.4	51.4	30.40	30.60
6 мес.	36.5	38.7	32.15	32.40
9 мес.	32.0	33.4	33.64	33.80
12 мес.	28.9	29.6	34.65	35.05
1.5 года	26.1	27.2	28.92	29.02
2 года	26.9	28.2	26.82	26.93
3 года	24.2	25.3	-	-
4 года	26.1	27.1	-	-
5 лет	25.5	26.6	-	-

Источники: REUTERS



## Ситуация с ликвидностью на время нормализовалась, курс рубля стабилен

Сегодня курс рубля к бивалютной корзине остается стабильным на уровне 37.20 (руб за единицу бивалютной корзины) после того как вчера ЦБ в очередной раз расширил границы колебания национальной валюты. Курс RUB/USD составляет 27.60 (вчера - 27.84); RUB/EUR - около - 37.81 (вчера 37.89).

Краткосрочной ликвидности пока хватает, краткосрочные ставки на денежном рынке довольно низкими. Это значит, что ЦБ и госбанки справляются со своей задачей. По крайней мере, в отношении краткосрочной ликвидности. Вчера Центральный предоставил 20 банкам на срок шесть месяцев 292.8 млрд руб из 325 млрд предложенных к размещению. Средневзвешенная ставка - 12.8% годовых. Сегодня состоится еще один беззалоговый аукцион на срок пять недель на сумму до 75 млрд. руб. Минимальная ставка - 12.25% годовых.

Ставки overnight сегодня находятся на уровне 7.0 - 9.0% годовых, ставки на 3 месяца - 19 - 22.0% годовых. Ставки по контрактам NDF на RUB/USD продолжают отражать ожидания по девальвации рубля против доллара (см. график). Ставки на один месяц составляют порядка 44 - 48% годовых, на 3 месяца - 46 - 49%. Контракты NDF RUB/USD торгуются с исполнением через месяц на уровне 28.92 (в пятницу - 28.63), через 3 месяца - 30.64, через год - 34.7 (ранее - 34.4-34.72).

Остатки на депозитах и корсчетах в ЦБ выросли на 149.8 млрд. руб. до 1095.4 млрд. руб. Отрицательное сальдо снизилось до 530.0 млрд. руб. с 557.5 млрд. руб. в понедельник.

Сегодня ЦБ снизил максимальный объем предоставляемых средств на утреннем аукционе РЕПО на 100 млрд. руб. до 275 млрд. руб. В итоге банки привлекли около 275 млрд. руб. по сравнению с 340 млрд. руб. вчера днем.

## До конца года банки должны вернуть Минфину и ЦБ 660 млрд. руб.

Несмотря на стабилизацию ситуации с ликвидностью мы не исключаем возникновения новых проблем на денежном рынке до конца года. По нашим оценкам, до конца года коммерческие банки должны вернуть ЦБ и Минфину порядка 640 млрд. руб. Большая часть этой суммы (330 млрд. руб.) приходится на Минфин и естественно будет замещена беззалоговыми кредитами ЦБ.

## Поддержка ликвидности\*

Источник средств	Объем млн. руб.
Центральный Банк	1 876 809
Фонд ЖКХ	134 000
Минфин	330 277
<b>Итого:</b>	<b>2 341 086</b>

Источники: ЦБ РФ, Минфин, СПВБ

\* По состоянию на 15.12.2008

## Сколько должны вернуть банки до конца 2008 г.\*

Дней осталось	Дата возврата	Объем млн. руб.	Кому
1	17.12.08	58 210	ЦБ
8	24.12.08	181 803	ЦБ
8	24.12.08	330 277	Минфину
13	29.12.08	34 741	ЦБ
13	29.12.08	34 741	ЦБ
<b>Итого:</b>		<b>639 772</b>	

\* По состоянию на 16.12.2008

Вполне вероятно, что некоторым банкам придется искать средства на межбанковском рынке. Так, вчера ЦБ выполнил свое обещание ограничить объем участия в беззалоговых аукционах банки, чья чистая валютная позиция выросла за период с 25 октября по 25 ноября (подробнее см. выше).

Как поясняют представители ЦБ, снижение лимитов было умеренным, а увеличение иностранных активов в связи с увеличением иностранных пассивов не принималось за нарушение.

Егор Федоров

## Глобальные рынки

**Решение FOMC: «quantitative easing» поможет зафиксировать прибыль в UST**

Сегодня в 22:00 по мск будет опубликован пресс-релиз по итогам двух-дневного заседания Комитета по Открытым рынкам США. Ожидается, что ставка ФРС будет снижена до 0.5%, а FOMC объявит о так называемой политике quantitative easing – определение целевого уровня доходностей долгосрочных облигаций – фактически покупки долгосрочных бондов для предотвращения роста доходностей долгосрочных облигаций. Эта мера необходима Минфину США для финансирования программ стимулирования экономики, таких как TARP (финансирование банковской системы). Для инвесторов в us-treasuries объявление о quantitative easing – манна небесная – поможет зафиксировать тот небывалый доход от инвестиций в us-treasuries в 2008 году. По данным Bloomberg совокупная доходность индекса Казначейских облигаций, рассчитываемая Merrill Lynch составила 12.7% в этом году.

В отношении автопроизводителей, чаша весов пока склоняется в пользу временной поддержки. Ожидается, что окончательное решение Правительство США должно принять в среду.

В плане макростатистики сегодняшний день также весьма насыщен. Выйдет отчет по динамике цен производителей, а также данные по рынку строительства (число полученных разрешений и начало строительства новых домов).

По итогам ноября рынок ждет развития дефляционных процессов в экономике США. Ожидается, что индекс CPI снизится на 1.3%. Базовый индекс, без учета цен на энергоносители и продовольствие, вырастет на 0.1%, его изменение год к году должно составить 2.1% против 2.2% в октябре. Это комфортная динамика для ФРС для того, чтобы смело снижать ставку дальше.

В преддверии заседания FOMC инвесторы продолжили скупать is-treasuries. Кривая us-treasuries снизилась на 10 -12 б.п. Сегодня доходность UST-10 находятся на уровне 2.49% годовых (-10 б.п.), доходности 30-летних бондов - 2.95% (-11 б.п.) годовых.

**Еврооблигации EM снижаются**

Индекс EMBI+ вчера потерял 0.17%, а спрэд вырос на 9 б.п. до 749 б.п. Влияние дефолта Эквадора пока не исчерпало себя. Сегмент эквадорских облигаций продолжает дешеветь (-8.8%, спрэд +400 б.п.), оказывая влияние на весь латиноамериканский сектор.

Индекс EMBI+ Россия потерял 1.03%, а спрэд вырос на 22 б.п. до 831 б.п. Спрэд еврооблигаций Россия-30 к UST-10 находится на уровне 885 б.п. (вчера - 853 б.п.). Премии CDS российских эмитентов также немного подросли. CDS ВТБ (5 лет) прибавил 5 б.п. до 1112 б.п., Газпрома – 6 б.п. до 957 б.п., CDS России (5 лет) прибавил 5 б.п. до 754 б.п.

*Егор Федоров*

**Корпоративные новости****Сделка по покупке Банка «Союз» Газэнергопромбанком под вопросом?**

В ходе подготовки сделки по продаже Банка «Союз» Газэнергопромабанку выяснилось, что контрольный пакет первого находится в залоге по кредиту Сбербанка, выданному холдинговой структуре «БазЭл». Об этом пишут Ведомости.

В первом приближении кажется, что факт залога ставит под сомнение реализацию ранее озвученной сделки. Однако, как мы думаем, в той или иной форме она будет осуществлена. Мы не считаем, что политическая воля по спасению крупного банка, входящего в ТОП-40 российских банков, проводником которой был выбран Газэнергопромбанк, изменилась.

В данной связи мы полагаем, что кредитные риски для держателей облигаций Банка «Союз» возросли. Другое дело, как будет решаться проблема разблокирования акций Союза. На наш взгляд, это может быть предоставление беззалогового кредита самому БазЭлу для рефинансирования залогового кредита или выдача кредита Газэнергопромбанку от АСВ на покупку Союза, который будет направлен Группе «БазЭл» для погашения кредита под залог акций. В последнем случае фактическая величина сделки покупки непосредственно Союза может быть номинальной.

Таким образом, у нас пока нет причин считать продажу Союза более финансово сильному игроку отмененной. Поэтому мы по-прежнему находим весьма вероятным сценарий полного удовлетворения прав держателей облигаций Союза (3 коротких неликвидных рублевых выпуска на общую сумму 7 млрд рублей). В то же время, покупка этих инструментов, на наш взгляд, является крайне непривлекательной.

*Леонид Игнатьев*

**Копейка: ключевые финансовые результаты за 9 месяцев 2008 г.**

Ведомостям стали доступны финансовые результаты ритейлера «Копейка» за 9 месяцев 2008 г. по МСФО. Так, за отчетный период выручка сети увеличилась на 30 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и достигла 33.4 млрд руб., причем сопоставимые продажи дали Копейке 20%-ный рост этого показателя. Рентабельность по EBITDA выросла до 4.9 % против 2.1 % годом ранее, а совокупный долг вплотную приблизился к 10 млрд руб. Таким образом, долговая нагрузка Копейки достаточно велика (в терминах Долг/EBITDA она превышает 4.0x, структура долга имеет не самую хорошую срочность (весь долг компании краткосрочен), а темпы роста бизнеса Копейки уступают уже проанализированным нами конкурентам (X5, 7 Континент, Дикси).

Представленные данные мало меняют наше мнение о рисках рефинансирования компании, особенно в части 2 выпусков рублевых выпусков облигаций по 4 млрд руб. каждый. Статус розничной сети с господдержкой и факт одобрения кредита на 4 млрд руб. от Сбербанка на выкуп 2-го выпуска облигаций по оферте в феврале 2009 г. – 2 ключевых фактора, определяющих текущую кредитоспособность Копейки. Более развернуто о кредитном качестве сети и его возможной динамике в кратко- и среднесрочной перспективе мы рассуждали в нашем обзоре долговых рынков от 9 декабря.

Мы нейтрально относимся к облигациям ТД Копейка-2 (доходность около 40 % к оферте в феврале 2009 г.) и ТД Копейка-3 (25 % к оферте в августе 2009 г.)

*Леонид Игнатьев*

### Нутритек договаривается о реструктуризации своего проблемного LPN

Производитель детского питания «Нутритек», допустивший дефолт по LPN на \$ 50 млн в прошлый четверг, предлагает держателям кредитных нот продлить срок займа на год на условиях повышения процентной ставки с 8.75% до 16%. Кроме того, компания просит перенести срок погашения по второму LPN на \$ 50 млн с апреля на декабрь.

Мы считаем, что вариантов у инвесторов немного, и самым конструктивным из них нам видится согласие на реструктуризацию долга. На наш взгляд, своими действиями компания демонстрирует себя как вполне благонадежного заемщика, от которого инвесторы вправе ожидать реальной работы по поиску средств в течение запрашиваемого года.

Важно, что шансов решить вопрос в пользу реструктуризации у Нутритека гораздо больше, нежели у любого эмитента рублевых облигаций. Дело в том, что в случае Нутритека (так как это евробонд) для положительного решения вопроса достаточно большинства голосов кредиторов, в то время как для одобрения реструктуризации по рублевым облигациям требуется единогласная позиция абсолютно всех держателей.

На что может рассчитывать кредитор, принимая решение о реструктуризации? Компания рассматривает 2 опции привлечения необходимых \$ 100 млн. Во-первых, это кредит от ВЭБа, во-вторых, private placement на указанную сумму. В отношении первого очень трудно давать какие-то прогнозы с вероятностью, однако, на наш взгляд, все шансы у Нутритека есть: долг внешний, а производство продуктов питания можно отчасти трактовать как отрасль с элементами социально-стратегического значения. Частное размещение мы рассматриваем в контексте привлечения нового стратегического инвестора, который станет бенефициаром бизнеса Нутритека посредством выкупа допэмиссии: видится, что у текущих владельцев финансовые возможности сейчас очень ограничены.

*Леонид Игнатъев*

### Юнимилк: отчетность по МСФО за 1 полугодие и снижение инвестиций

Интерфакс приводит выдержки из финансовой отчетности по МСФО Юнимилка за 1-ое полугодие 2008 г., согласно которым при выручке в 19.4 млрд рублей (+33% к сопоставимому периоду прошлого года), чистый убыток компании вырос в 1.7 раза до 764 млн. рублей. К сожалению, мы не располагаем полным вариантом отчетности компании, так что не можем сделать точного расчета уровня финансового долга. В любом случае цифры полугодовой давности имеют мало ценности сейчас.

У нас есть все основания подозревать, что на протяжении последних месяцев долговая нагрузка не только не снизилась, а стала еще выше на фоне предполагаемого нами отрицательного OCF у компании. Поэтому наша оценка долговой нагрузки Юнимилка в терминах Долг/EDITDA на уровне 8.0x едва ли стала ниже.

Мы находим риски рефинансирования Юнимилка очень высокими, даже с учетом того, что компания замораживает инвестиционные проекты на сумму \$500 млн. Мы рекомендуем избегать кредитного риска Юнимилка в публичных долговых инструментах. Предложения на покупку облигаций Юнимилк-1 стоят в районе 50% от номинала, что соответствует доходности более 110% к оферте в сентябре 2009 г.

*Леонид Игнатъев*

### Аптеки 36 и 6: подробности нового SPO

По сообщению Ведомостей, владельцы Аптечной сети 36.6 в результате допэмиссии намерены увеличить уставный капитал в 10 раз.

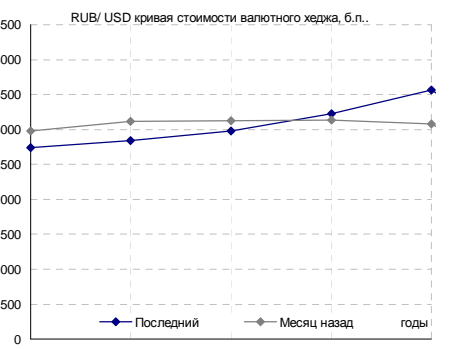
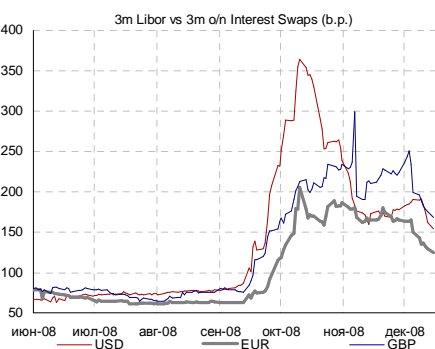
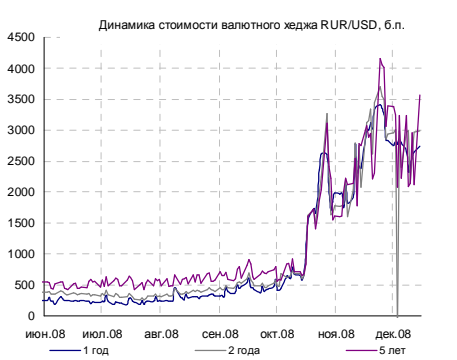
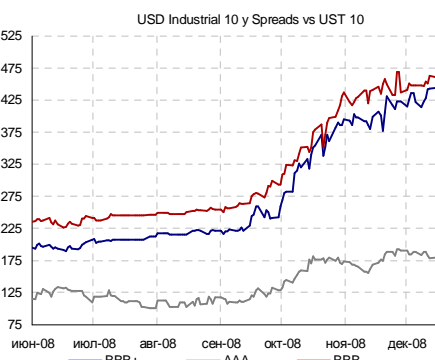
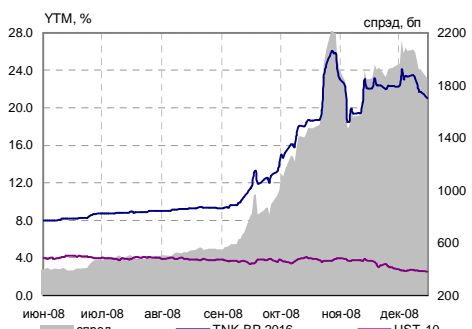
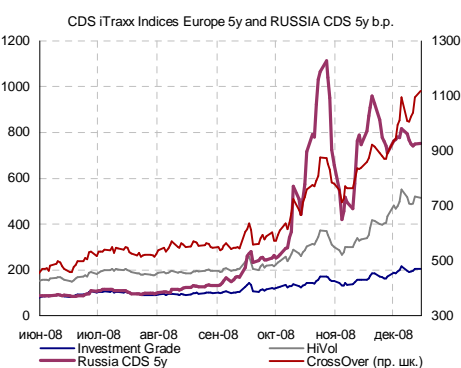
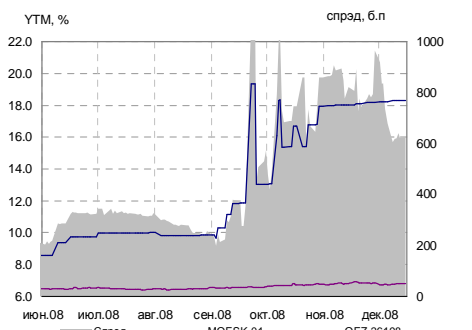
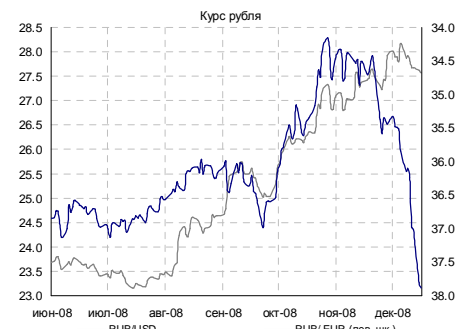
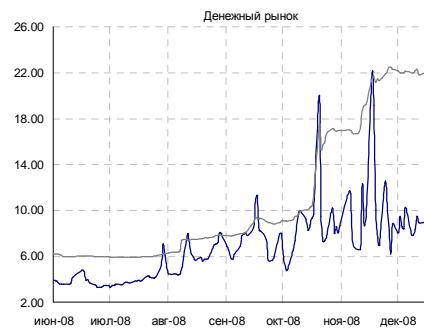
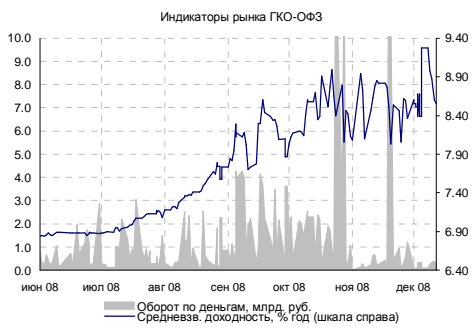
Напомним, что в конце 2007 г. Аптеки уже проводили вторичное размещение акций, в ходе которого было размещено 1.5 млн бумаг и привлечено \$ 107 млн.

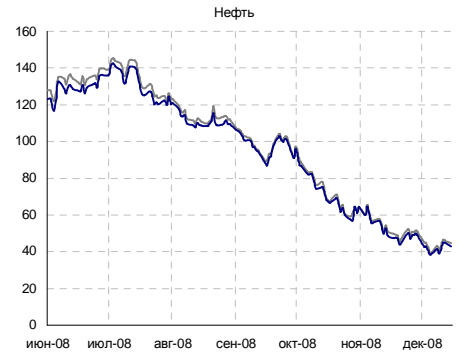
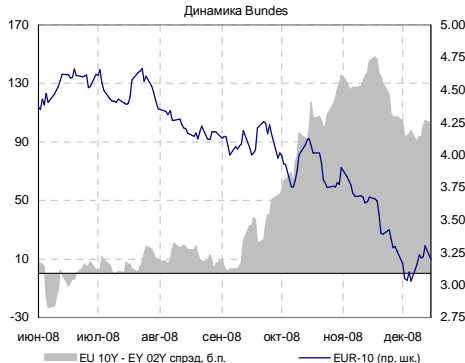
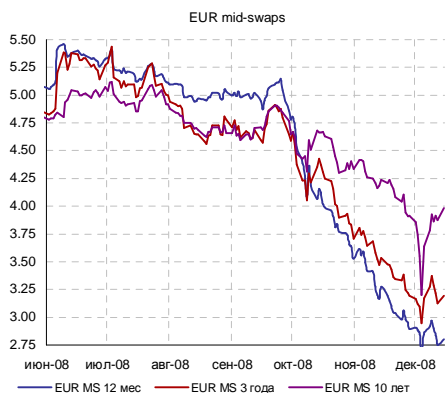
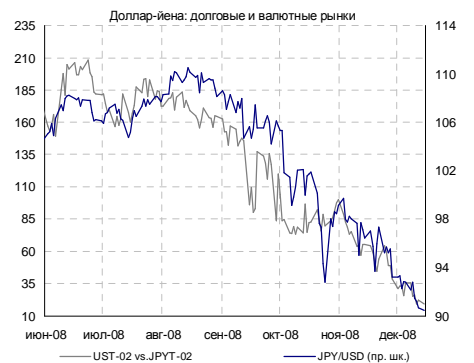
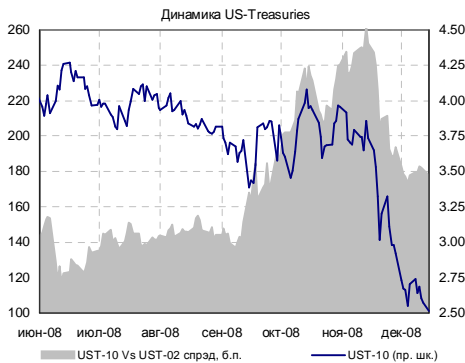
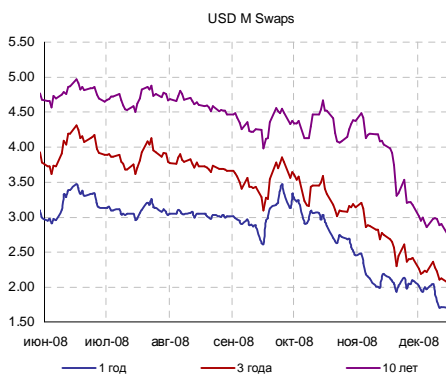
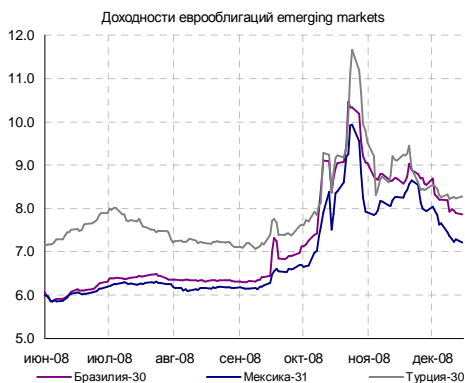
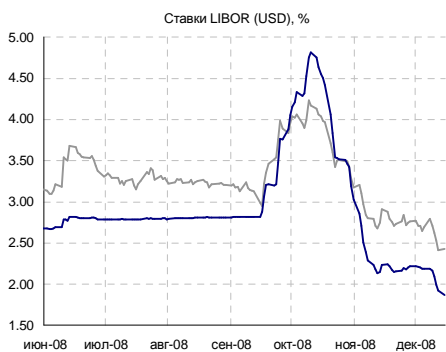
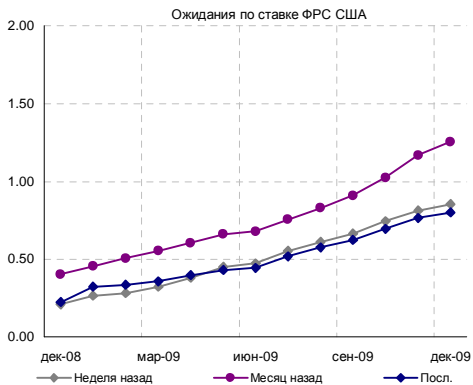
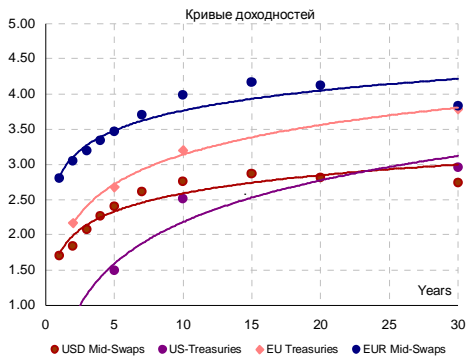
Решение о допэмиссии акций является одним из вариантов погашения долга компании. В 1-м полугодии 2009 г. сети предстоит погасить около \$ 150 млн. Если размещение пройдет по текущим ценам, то компания может привлечь около \$ 300 млн. Однако наши аналитики по акциям говорят о 30% дисконте, что транслируется в \$ 200 млн.

На наш взгляд, потенциальными инвесторами могут стать различные фонды private equity, которым лидирующая позиция сети на рынке в принципе небезынтересна. В этом случае доля основных акционеров компании – Артема Бектемирова и Сергея Кривошеева (контролируют 56 % акций сети) – будет размыта до 5-6 %.

До тех пор, пока допэмиссия аптечной сети реально не произойдет, мы не будем менять нашей оценки кредитоспособности Аптек 36 и 6. Мы считаем облигации компании зоной повышенного риска.

*Сабина, Мухамеджанова, Леонид Игнатъев*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

**СЕГОДНЯ** 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	ИжАвто 02	2 000	Оферта	100	2 000
СЕГОДНЯ	КОПЕЙКА 01	1 200	Погаш.	-	1 200
СЕГОДНЯ	КриогенФ 1	1 000	Оферта	100	1 000
СЕГОДНЯ	МарийНПЗ	800	Погаш.	-	800
СЕГОДНЯ	МГор36-об	4 000	Погаш.	-	4 000
СЕГОДНЯ	НИТОЛ 01	1 000	Погаш.	-	1 000
СЕГОДНЯ	Терна-Ф 01	500	Погаш.	-100	500

\*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
15.12.08	Индекс промышленного производства	ноя.08	-0.8%	1.3%	-0.6%
СЕГОДНЯ	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	ноя.08	-1.3%	-1.0%	
СЕГОДНЯ	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	ноя.08	0.1%	-0.1%	
СЕГОДНЯ	Количество новостроек, тыс.	ноя.08	740.0	817.0	
СЕГОДНЯ	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	ноя.08		786.0	
23.12.08	Финальная оценка ВВП (final)	3 кв. 2008	-0.5%	2.8%	
23.12.08	Продажи на вторичном рынке жилья	ноя.08		4 980.0	
23.12.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	ноя.08		433.0	
24.12.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	ноя.08		-6.2%	
30.12.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	ноя.08		45	

## Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					
18.12.08	Разгуляй, БО-14	500	1 год	-	-

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](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.