



| Индикатор | Значение | Изм-е | Изм-е, % | Индикатор | Close | Изм-е, % | YTM/УТР, % | Изм-е, b.p. |
|----------------------------------|----------|--------|----------|-----------------------|----------|----------|------------|-------------|
| Нефть (Urals) | 77.72 | 0.48 | 0.62 | € Evraz' 13 | 103.35 | -0.19 | 7.74 | 6 |
| Нефть (Brent) | 78.29 | 0.43 | 0.55 | € Банк Москвы' 13 | 101.00 | -0.24 | 6.33 | 0 |
| Золото | 1134.75 | 4.75 | 0.42 | € UST 10 | 105.19 | 0.07 | 3.17 | 0 |
| EUR/USD | 1.4906 | 0.01 | 0.40 | € РОССИЯ 30 | 113.89 | -0.09 | 5.26 | 2 |
| USD/RUB | 28.7162 | -0.10 | -0.34 | € Russia'30 vs UST'10 | 209 | | | 3 |
| Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%) | 19% | 0.00% | | € UST 10 vs UST 2 | 256 | | | 0 |
| USD LIBOR 3m | 0.27 | 0.00 | -0.35 | € Libor 3m vs UST 3m | 22 | | | 0 |
| MOSPRIME 3m | 7.54 | -0.07 | -0.92 | € EU 10 vs EU 2 | 211 | | | -4 |
| MOSPRIME o/n | 5.28 | 0.25 | 4.97 | € EMBI Global | 325.09 | -0.14 | | 0 |
| MIBOR, % | 5.24 | 0.20 | 3.97 | € DJI | 10 437.4 | 0.29 | | |
| Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.) | 886.90 | -6.70 | -7.60 | € Russia CDS 10Y \$ | 195.31 | 1.84 | | -2 |
| Сальдо ливк. | -33.6 | -71.80 | -187.96 | € Gazprom CDS 10Y \$ | 236.14 | -0.24 | | -1 |

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

- Осторожный рост
- Внимание к металлургам
- Самарская область как явный дисбаланс в субфедеральных бумагах

Глобальные рынки

- Свежие данные по промышленности США
- Коррекция в бондах Евразы, в остальном – рост

Корпоративные новости

- ММК привлекает 10-летние заемные средства под турецкий проект
- Казаньоргсинтез приходит к компромиссу с Газпромом?
- Седьмой континент: в ожидании роста долга
- Росинтер успешно оптимизирует расходы
- Неудовлетворительные операционные итоги Аптечной сети 36.6 за 9 мес. 2009

Cbonds Awards 2009

Уважаемые господа!

3 ноября 2009 г. агентство Cbonds объявило о проведении традиционного ежегодного голосования в номинации «Лучшая аналитика по рынку облигаций» (Россия). Нам крайне важен Ваш голос для получения максимально объективного мнения о качестве аналитики по российскому рынку облигаций, поэтому мы просим Вас принять участие в этом голосовании.

Мы были бы очень признательны за честную оценку в том числе и нашего труда за последний год, чтобы понимать, как сделать наши аналитические обзоры более интересными, практически ценными и качественными.

Голосование осуществляется зарегистрированными пользователями сайта Cbonds по адресу <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php>. Последний день голосования - 24 ноября 2009 г.

Новости коротко

n Чистая прибыль ГАЗа по РСБУ за 9 месяцев 2009 г. составила 2.9 млрд руб. против 161.4 млн руб. чистого убытка за тот же период 2008 г. / ГАЗ

Distressed debt

- n **ОАО Мособлгаз** 16 ноября допустило технический дефолт по дебютным облигациям, частично не оплатив купон в размере 149 млн руб. по причине отсутствия денежных средств в необходимом размере. Недостаток средств связан с неисполнением обязательств со стороны контрагентов эмитента. / Cbonds
- n **ЮТэйр** назначила новым агентом по оферте **БК Регион**. / Cbonds
- n **СК Спецстрой-2** сменило агента по приобретению дебютных облигаций с **РИГрупп-Финанс** на **ИГ ИСТ КОММЕРЦ**. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- n **ЛенспецСМУ** планирует разместить трехлетние облигации на 2 млрд руб. в середине декабря 2009 года. Оферта по облигациям не предусмотрена. В настоящий момент в свободном обращении находятся облигации компании 2-й серии на сумму 580 млн руб., которые ей придется погасить 20 января 2010 года. / Reuters
- n **ФСФР** зарегистрировала три семилетних выпуска **Башнефти** (г. Уфа): 1 и 2-й выпуски объемами по 15 млрд руб., 3-й – 20 млрд руб. / Cbonds
- n **ФСФР** зарегистрировала дебютный выпуск облигаций компании **Промнефтесервис** на 3 млрд руб. / Cbonds
- n **ФСФР** разрешила негосударственным пенсионным фондам включать в свой портфель облигации **Евразийского банка развития (ЕАБР)**. С начала 2007 года НПФ среди ценных бумаг международных финансовых организаций НПФ могли покупать лишь облигации **Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР)**. / Reuters
- n **Русская Медиагруппа** погасила дебютный выпуск облигаций объемом 500 млн руб. / Cbonds
- n **Газпромбанк** назначил ставку 5, 6-го купонов по облигациям 5-й серии в размере 8.75 %. / Cbonds
- n **Энел ОГК-5** внесло изменения в решение о выпуске и проспект биржевых облигаций серии БО-03, БО-04. Объем каждого выпуска составит 2 млрд руб., срок обращения – 3 года. / Cbonds
- n С 18 ноября на ММВБ в разделе внесписочных ценных бумаг начались торги облигациями **ДВТГ-3; Москва-65**; облигациями класса «А» **ИА МБРР**. Cbonds
- n **ВЭБ** не планирует до конца года размещение евробондов, заявил глава банка Владимир Дмитриев. Ранее сообщалось, что Внешэкономбанк начинает подготовку документации в целях возможной организации дебютного выпуска еврооблигаций в рамках программы выпуска среднесрочных облигаций Medium Term Notes. / Прайм-Тасс
- n **Лукойл** погасил облигации 2-й серии номинальным объемом 6 млрд. руб. / Finam
- n **Интегра Финанс** установила ставку 7-10 купонов по облигациям 2-й серии в размере 16.75 %. / Cbonds
- n **Тензор-Финанс** погасил дебютные облигации. Сумма выплат составила 368 млн руб. / Cbonds

Кредиты / Займы

- n **Сбербанк** откроет **Волгателекому** кредиты на срок 3-5 лет на общую сумму 6 млрд руб. для финансирования инвестиционной программы и приобретений. Ставка по 3-летним кредитам составит 12.75 %, по 5-летним – 13.25 %, ковенанты отсутствуют.
- n **Удмуртия** рассчитывает привлечь кредит **Сбербанка** в размере 1.5 млрд руб. на покрытие дефицита бюджета на 2009 год, заявил министр финансов Удмуртии Владимир Бельтюков. / Интерфакс-Поволжье

Рейтинги

- n Fitch изменило со «Стабильного» на «Негативный» прогноз по рейтингу **Вологодской области**, подтвердило рейтинг на уровне «BB» и отозвало рейтинг. Изменение прогноза отражает ожидания Fitch, что бюджетные показатели региона могут ухудшиться к концу 2009 г. в связи с более низкими доходами от налога на прибыль организаций, что обусловлено экономическим спадом. / Fitch
- n Fitch подтвердило рейтинг **Рязанской области** на уровне «BB-» со «Стабильным» прогнозом и отозвало рейтинг. / Fitch
- n Fitch повысило кредитный рейтинг **Дальсвязи** с «B+» до «BB-», прогноз – «стабильный». Повышение рейтинга отражает улучшение показателей кредитоспособности компании, включая снижение долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA) до уровня менее 1x и положительный свободный денежный поток в 2007-2008 годах. По ожиданиям Fitch, положительный FCF будет наблюдаться и в среднесрочной перспективе ввиду умеренных капиталовложений, которые агентство оценивает в 18-21 % от выручки. / Fitch
- n Fitch сегодня подтвердило рейтинг **Международного Промышленного Банка** на уровне «B», прогноз «Стабильный». / Fitch

Внутренний рынок

Осторожный рост

Торговая сессия с рублевыми облигациями проходила во вторник в позитивном ключе: большинству ликвидных бумаг удалось подрасти на 10-30 б.п., прочие ликвидные выпуски закрылись без значительного изменения котировок. В целом, активность участников рынка повысилась по сравнению с понедельником. Оборот достиг 11.7 млрд руб. по корпоративным и муниципальным выпускам и 4.5 млрд руб. по государственным бумагам.

Высокие обороты проходили с бумагами РЖД: ликвидным выпускам удалось прибавить 15-30 б.п. Долговые бумаги Москвы также не были обделены вниманием: при неплохих оборотах котировки бумаг изменились разнонаправленно и завершили день близко к уровням понедельника. Вновь хорошую динамику показал дебютный выпуск ВТБ 24, прибавивший за день 25 б.п.

Внимание к металлургам

С начала ноября мы видим повышенное внимание участников рынка к металлургическому сектору. Вчерашний день не стал исключением: на высоких оборотах выпуски НЛМК БО-5 и Мечел 4 прибавили в пределах 10 б.п., оба выпуска Сибметинвеста синхронно отступили от номинала на символические 5 б.п.

Самарская область как явный дисбаланс в субфедеральных бумагах

Выпуск Тверская область 8 за день подрос на 25 б.п., последние сделки проходили с доходностью 12.61 %. На этом фоне выделяется близкий по дюрации выпуск Самарская область-3, который торгуется с доходностью 11.97 % при дюрации 1.5 года. Премия в 60 б.п. за разницу в три ступени кредитного качества явно недостаточна. К тому же доходность более длинного выпуска Самарская область-6 с дюрацией 2.2 на этой неделе находилась на уровне 11.82 %, что меньше чем у 3-го выпуска.

Таким образом, выпуск Самарская область-3 выглядит явно недооцененным. Добавим, что доходность 4-го выпуска Красноярского края, составляющая вчера около 10.86 %, при более слабом по сравнению с Самарской областью кредитным профилем, подтверждает сохраняющийся дисбаланс в бумагах субфедеральных эмитентов. Мы рекомендуем выпуски Самарской области к покупке.

Биржевые торги отдельными бумагами*

| Выпуск | Оборот, млн. руб. | Сделки | Объем млн. руб. | Погашение | Оферта | Close | Цена посл. | Изм, % | Yield, % |
|------------|-------------------|--------|-----------------|------------|------------|--------|------------|--------|----------|
| ОФЗ 25069 | 282.3 | 3 | 25000.0 | 19.09.2012 | | 106.45 | 106.75 | 0.28 | 8.25 |
| ОФЗ 26202 | 3587.7 | 36 | 37183.1 | 17.12.2014 | | 112.00 | 112.22 | 0.20 | 8.49 |
| АК БАРС-04 | 506.59 | 16 | 5000 | 15.10.2013 | 20.04.2010 | 101.19 | 101.20 | 0.01 | 10.22 |
| ВТБ24 01 | 655.00 | 20 | 6000 | 05.10.2011 | | 102.50 | 102.75 | 0.25 | 10.09 |
| ГАЗПРОМ А4 | 97.77 | 94 | 5000 | 10.02.2010 | | 100.29 | 100.39 | 0.10 | 6.54 |
| ГАЗФин 01 | 24.19 | 61 | 5000 | 08.02.2011 | | 89.88 | 88.99 | -0.89 | 31.27 |
| КраснЯрКр4 | 693.42 | 13 | 10200 | 08.11.2012 | | 101.50 | 101.35 | -0.15 | 10.86 |
| МГор54-об | 323.37 | 9 | 15000 | 05.09.2012 | | 97.40 | 97.45 | 0.05 | 9.07 |
| МГор56-об | 409.78 | 15 | 20000 | 22.09.2016 | | 90.25 | 90.15 | -0.10 | 9.61 |
| МГор62-об | 241.86 | 22 | 35000 | 08.06.2014 | | 118.25 | 118.31 | 0.06 | 9.32 |
| Мечел 4об | 237.42 | 15 | 5000 | 21.07.2016 | 26.07.2012 | 114.00 | 114.10 | 0.10 | 13.34 |
| НЛМК БО-5 | 468.96 | 27 | 10000 | 30.10.2012 | | 101.90 | 101.91 | 0.01 | 10.23 |
| РЖД-06обл | 346.68 | 8 | 10000 | 10.11.2010 | | 99.10 | 99.40 | 0.30 | 8.16 |
| РЖД-10обл | 593.48 | 26 | 15000 | 06.03.2014 | | 118.25 | 118.40 | 0.15 | 9.89 |
| РЖД-12обл | 240.44 | 16 | 15000 | 16.05.2019 | 24.11.2011 | 110.50 | 110.65 | 0.15 | 9.21 |
| РЖД-14обл | 206.57 | 8 | 15000 | 07.04.2015 | 13.04.2010 | 102.00 | 102.05 | 0.05 | 8.24 |
| Сибметин01 | 332.58 | 15 | 10000 | 10.10.2019 | 16.10.2014 | 100.00 | 99.95 | -0.05 | 13.97 |
| Сибметин02 | 232.24 | 11 | 10000 | 10.10.2019 | 16.10.2014 | 100.00 | 99.95 | -0.05 | 13.97 |
| Система-02 | 380.91 | 69 | 20000 | 12.08.2014 | 14.08.2012 | 106.10 | 106.15 | 0.05 | 12.39 |
| ТверОбл 08 | 415.90 | 11 | 4000 | 26.12.2013 | | 104.00 | 104.25 | 0.25 | 12.61 |
| УМПО 2 | 4.68 | 42 | 4000 | 17.12.2009 | | 98.79 | 98.00 | -0.79 | 41.87 |
| ФСК ЕЭС-02 | 200.25 | 7 | 7000 | 22.06.2010 | | 100.01 | 100.27 | 0.26 | 7.91 |

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

* - облигации с оборотом свыше 200 млн руб или числом сделок больше 30

Екатерина Горбунова

Глобальные рынки

Свежие данные по промышленности США

Традиционно во вторую неделю месяца выходит статистика по промышленному производству, а также индекс промышленных цен (PPI) США.

Оба свежих показателя за октябрь оказались ниже консенсус-прогноза: 0.1 % против ожидаемых 0.4 % для производства и 0.3 % против 0.5 % для промышленных цен. Индекс PPI отражает стоимость ресурсов для производственного сектора, его увеличение может свидетельствовать о росте цен на материалы.

Более слабые по сравнению с ожидаемыми показатели будут способствовать умеренному росту цен облигаций. Это предположение подтверждается некоторым увеличением спроса на UST-10 сразу после публикации отчета (доходность 3.17 %).

Снижение темпов роста промышленного производства вместе с неизменными объемами загрузки мощностей говорит о некотором замедлении роста экономики. А это, в свою очередь, может помешать повторению рекорда квартального ВВП в годовом выражении в 4-м кв. 2009 г.

Коррекция в бондах Евразы, в остальном – рост

Публичные размышления Бернанке о долларе (см. наш вчерашний комментарий) рынки вчера трактовали явно не в пользу ЕМ. Это было заметно как по росту спроса на UST-10, так и по сдержанному росту EMBI+ и незначительной коррекции российского суверенного выпуска Russia' 30 (5.27 %).

Корпоративный российский сектор вчера был в уверенном плюсе за исключением еврооблигаций Евразы, которые подверглись закономерной коррекции после ралли последних дней, вызванного предложением об ослаблении финансовых ковенантов в обмен на премию в 3 % от номинала.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

| Выпуск | Валюта | Объем | Погашение | Цена, % | YTM, % | Dur | Изм.-е за день | |
|-----------------|--------|-------|-----------|---------|--------|------|----------------|-----------|
| | | | | | | | Цена, % | YTM, б.п. |
| GAZP' 11CHF | CHF | 500 | 23.04.11 | 106.6 | 4.13 | 1.3 | 0.00 | -1 |
| GAZP' 13-1 | USD | 1750 | 01.03.13 | 112.3 | 5.46 | 2.8 | 0.32 | -11 |
| GAZP' 16 | USD | 1350 | 22.11.16 | 98.2 | 6.54 | 5.6 | 0.41 | -7 |
| GAZP' 13£ | GBP | 800 | 31.10.13 | 100.5 | 6.44 | 3.4 | 0.32 | -10 |
| GAZP' 18€ | EUR | 1200 | 13.02.18 | 104.4 | 5.91 | 6.0 | 0.46 | -7 |
| GAZP' 19 | USD | 2250 | 23.04.19 | 114.2 | 7.15 | 6.4 | 0.72 | -11 |
| GAZP' 20 | USD | 1250 | 01.02.20 | 103.9 | 0.00 | 7.1 | 0.52 | -7 |
| GAZP' 22 | USD | 1300 | 07.03.22 | 93.6 | 7.31 | 8.1 | 0.16 | -2 |
| GAZP' 34 | USD | 1200 | 28.04.34 | 111.5 | 7.59 | 10.7 | 0.22 | -2 |
| GAZP' 37 | USD | 1250 | 16.08.37 | 95.7 | 7.66 | 11.3 | 0.07 | -1 |
| Evraz' 15 | USD | 750 | 10.11.15 | 100.5 | 8.13 | 4.6 | -0.23 | 5 |
| Evraz' 13 | USD | 1300 | 24.04.13 | 103.3 | 7.74 | 2.9 | -0.19 | 6 |
| NovorosPort' 12 | USD | 300 | 17.05.12 | 99.9 | 7.04 | 2.2 | 0.64 | -28 |
| EuroChem' 12 | USD | 300 | 21.03.12 | 99.6 | 8.08 | 2.1 | -0.04 | 2 |
| TransNef' 14 | USD | 1300 | 05.03.14 | 100.4 | 5.57 | 3.7 | 0.13 | -3 |
| TransNef' 18 | USD | 1050 | 07.08.18 | 114.0 | 6.56 | 6.1 | 0.21 | -3 |
| Lukoil' 17 | USD | 500 | 07.06.17 | 98.4 | 6.63 | 5.7 | 0.20 | -3 |
| VIP' 16 | USD | 600 | 23.05.16 | 103.4 | 7.58 | 5.0 | 0.22 | -4 |
| VIP' 18 | USD | 1000 | 30.04.18 | 107.3 | 7.92 | 5.9 | 0.06 | -1 |
| TNK-BP' 17 | USD | 800 | 20.03.17 | 97.3 | 7.10 | 5.6 | 0.47 | -8 |
| TNK-BP' 18 | USD | 1100 | 13.03.18 | 102.4 | 7.48 | 6.0 | 0.22 | -4 |

Источники: Bloomberg

Леонид Изгачев, Дмитрий Турмышев

Корпоративные новости**ММК привлекает 10-летние заемные средства под турецкий проект**

Вчера ММК официально анонсировал привлечение 3 видов международного финансирования под свой турецкий проект ММК АТАКАС – завод мощностью 2.3 млн т плоского металлопроката в год с производственной готовностью к концу 2010 г. Данный завод является СП, принадлежащим ММК и турецкой группе АТАКАС.

Итак, привлеченное финансирование для строительства комплекса ММК АТАКАС включает:

- 10-летний кредит на € 384 млн от BNP Paribas, SACE, RBS с покрытием SACE
- 10-летний кредит на \$ 450 млн от Turkiye Garanti Bankasi и Turkiye Is Bankasi
- Более короткий кредит на \$ 60 млн от турецких банков под оборотный капитал

На встрече с аналитиками топ-менеджмент заявлял об удивительно низких ставках кредитов под проект ММК АТАКАС. К сожалению, во вчерашнем пресс-релизе они раскрыты не были. Очевидно, мы увидим ценовые условия фондирования только в отчетности по МСФО за 2009 г. Мы думаем, что в любом случае стоимость кредитов должна оказаться ниже текущих уровней для ММК. Согласно данным компании, на начало ноября 2009 г. средневзвешенные ставки по кредитам в иностранной валюте составляли 6.0 %, а в рублях - около 14.5 %.

Пока же из сегодняшней новости можно сделать следующие выводы:

- Международные банки открыты для финансирования ММК и его инвестпроектов. Особенно важно получение долгосрочных (10-летних) ресурсов.
- Насколько мы поняли из встречи топ-менеджмента ММК с аналитиками 3 ноября 2009 г., а также из анализа МСФО ММК за 1П 2009 г., финансовые результаты ММК АТАКАС консолидируются в отчетности ММК по МСФО, причем не на 50 %, а на 100 %. А это означает, что в терминах консолидированного долга по МСФО новое фондирование заметно увеличит уровень долга ММК. В пресс-релизе не говорится о том, что является залогом по кредитам и берет ли на себя ММК функции поручителя. Мы надеемся, что рост финансового долга в 2009 г. ММК не выйдет за рамки дополнительных \$ 400-500 млн к уровню 2008 г. (\$ 1.6 млрд), указанных на встрече. Впрочем, не стоит забывать и про дополнительный долг Белона в \$ 500 млн (будет консолидирован в МСФО ММК за 2009 г.).

Детальные выводы без ценовых условий и МСФО за 2009 г. делать преждевременно.

Наше мнение в отношении справедливой доходности облигационного займа ММК (размещение – 19 ноября) мы приводили в пятницу, указывая на возможное ухудшение операционных показателей в 4-м кв. 2009 г. безотносительно роста долговой нагрузки.

Леонид Игнатъев

Казаньоргсинтез приходит к компромиссу с Газпромом?

Ведомости сегодня пишут о том, что премьер-министр РФ Владимир Путин после посещения Татарстана заявил, что Казаньоргсинтез (КОС) и Газпром договорились об условиях поставок этана на казанское предприятие. Глава правительства поручил вице-премьеру Игорю Сечину вместе с ФАС проследить, компании подписали договор. Для получения кредита Сбербанк на 35 млрд руб. под госгарантии на 17.5 млрд руб., выделенные КОСу и ТАИФу 2 недели назад, КОС обязан подписать контракт на покупку этана не меньше чем на 5 лет.

Мы отмечаем, что в вопросе получения кредита Сбербанк под рефинансирование текущей задолженности КОСа по кредитам и займам наметился очевидный прогресс, и нам хотелось бы верить, что рефинансирование не затянется на несколько месяцев. Рейтинговые агентства уже отметили по части обязательств КОС дефолт и снизили рейтинги компании до SD.

Прогнозировать сроки получения кредита Сбербанк затруднительно, но после сегодняшней новости риски дефолта без приемлемой реструктуризации по еврооблигациям KZoS' 11 в нашем понимании ситуации снижаются. В этой связи, учитывая котировки в 80 % от номинала и YTM в 23-24 %, мы склонны ожидать эмоциональных покупок еврооблигаций компании. В то же время стоит отметить, что за последний месяц котировки инструмента выросли более чем на 12 п.п., поэтому мы считаем, что для консервативных инвесторов интерес к кредитному риску на сложившихся ценовых уровнях ограничен.

Леонид Игнатъев

Седьмой континент: в ожидании роста долга

По информации газеты «Коммерсант», бенефициар Седьмого континента Александр Занадворов (почти 75 % акций) согласился отдать 15 % компании кредиторам (Natixis Bank, Альфа-банк и группа хедж-фондов Spinnaker) в обмен на реструктуризацию \$ 560 млн личного долга. Согласно уже подписанному договору о намерениях, долг будет конвертирован в восьмилетние облигации на \$ 630 млн (кредит плюс проценты), эмитентом которых выступит Седьмой континент. Ставка по облигациям — LIBOR + 6 %, срок обращения — 8 лет. Первые 4 года эмитент будет выплачивать только проценты по долгу, после чего начнется постепенное списание суммы основной задолженности.

При текущем уровне долга чуть менее \$ 450 млн., ухудшившихся темпах роста выручки и перетоке потребителей в более дешевые категории продуктовых магазинов, Седьмой континент осуществил реструктуризацию своих дебитных облигаций в новые бумаги 7 Континент БО1 (YTM 25 % при дюрации 1 год). Поэтому рост прямого долга компании в сложившихся условиях почти в 2.5 раза выглядит для держателей облигаций откровенно негативно.

В первом приближении условия обслуживания задолженности рублевых облигационеров ухудшатся за счет обслуживания дополнительных процентных выплат, так как срочность валютных облигаций значительно превышает срок урегулирования задолженности по рублевым бондам.

В то же время, перекладка долгового бремени бенефициара Седьмого континента на компанию, которой он владеет, во многом не меняет положения облигационеров, так как в отсутствии этого события инвесторы все равно рисковали перераспределением части денежных потоков ритейлера в пользу акционера в виде дивидендных выплат.

Мы не знаем деталей соглашения (в частности, величины годовых процентных выплат по валютным облигациям), но, как нам кажется, упомянутой информации достаточно для пересмотра оценки кредитоспособности Седьмого континента в худшую сторону. Мы ожидаем падения котировок ритейлера (93 % от номинала по последним сделкам).

Леонид Игнатьев

Росинтер успешно оптимизирует расходы

Вчера Росинтер представил финансовые результаты за 1-е полугодие 2009 г. по МСФО, которые в целом производят благоприятное впечатление и указывают на проведенную менеджментом работу над сокращением операционных расходов. В то же самое время значительное снижение темпов роста выручки за 9 месяцев и отсутствие явных признаков начала роста ресторанного бизнеса в России не дает нам быстрой надежды на рост кредитного качества компании.

Несмотря на замедление темпов роста выручки сети до 5 % и снижение LFL-продаж на 16 % в 1-м полугодии, Росинтеру удалось увеличить EBITDA на 27 % до 371 млн руб., повысив маржу с 7.4 % до 9 %. Снижение валовой рентабельности удалось компенсировать снижением доли коммерческих и административных расходов благодаря сокращению расходов на открытие новых ресторанов и расходов на рекламу.

В 1-м полугодии компания договорилась с арендодателями о получении скидки по арендной плате на 3-6 месяцев, однако позитивный эффект от этого был нивелирован тем, что большая часть договоров (55 %) была заключена в долларах. В результате доля арендных платежей в выручке увеличилась с 10.9 до 16.2 %. По словам компании, учитывая хорошее расположение ресторанов сети, получить скидку было не так просто. Более гибкими в этом плане оказались арендодатели в регионах, где влияние кризиса оказалось сильнее. Позитивный эффект на рентабельность в 1-м полугодии оказал пересмотр условий поставок и снижение доли импортируемых продуктов.

Мы также отмечаем более чем двукратное увеличение операционного денежного потока – до 608 млн руб., который превысил EBITDA в 1.6 раза благодаря сокращению оборотного капитала как за счет увеличения оборачиваемости запасов, так и за счет пересмотра условий оплаты поставщикам.

На фоне полугодичных EBITDA и OCF финансовый долг компании на 30.09.2009 в размере 2.06 млрд руб. не выглядит пугающе высоким, особенно с учетом того, что доля краткосрочного долга снизилась с 96 % на начало года до 48 % сейчас. Изменение структуры долга явно отражает доступность заемных средств для компании.

В то же время операционные результаты Росинтера за 3-й кв. 2009 г. выглядят слабо. В 3-м квартале продажи Росинтера снизились на 5 % до 2.1 млрд руб. В 3-м квартале мы отмечаем ухудшение динамики среднего чека (LFL) до -4 %, что связано как со смещением спроса в сторону более дешевых блюд, так и с промопредложениями в ресторанах сети. В результате сопоставимые продажи за 3-й кв. упали на 19 % против снижения на 16 % в 1-м полугодии. Однако позитивным моментом является тот факт, что сети удалось улучшить ситуацию с трафиком, снижение которого в 3-м квартале составило 15.9 % против 20.2 % во 2-м квартале.

Нам кажется, что кредитное качество Росинтера в настоящее время соответствует доходности, которая сложилась по его облигациям (YTP 19 % к оферте в июне 2010 г.). Нам кажется, что при купоне 18 % инвесторам сложно ожидать в бумагах компании спекулятивную составляющую.

Сабина Мухамеджанова, Леонид Игнатьев

Неудовлетворительные операционные итоги Аптечной сети 36.6 за 9 мес. 2009

Вчера Аптечная сеть 36.6 представила слабые операционные результаты за 3-й квартал 2009 г. Так как Верофарм уже публиковал свои операционные данные, мы сосредоточимся только на розничном сегменте.

Мы приводим основные моменты отчетности Аптек:

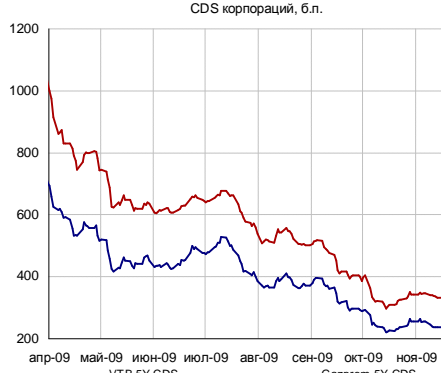
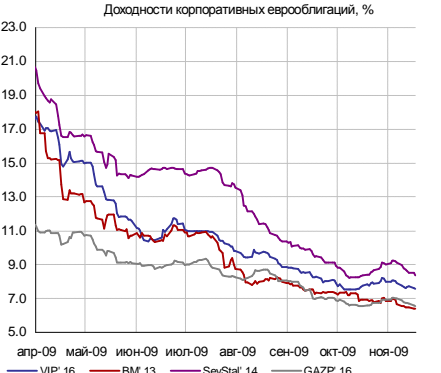
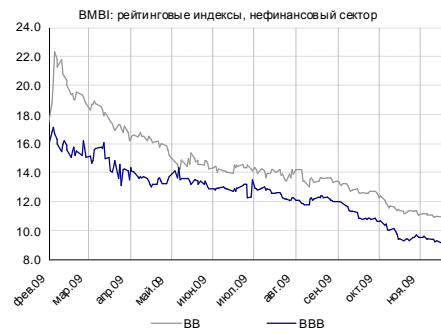
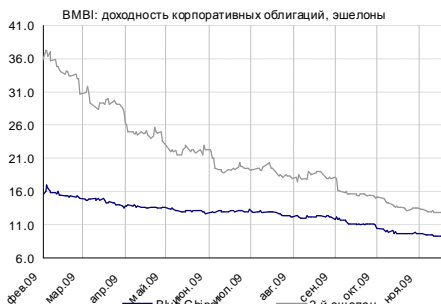
- Выручка в розничном подразделении группы в 3-м квартале снизилась на 30 % (в руб.) до 3.5 млрд.
- На конец 3-го квартала аптечная сеть насчитывала 1 026 аптек, на 10 единиц меньше, чем в конце 2-го квартала, и на 101 меньше по сравнению с уровнем начала года. Сокращение объема сети связано с закрытием нерентабельных аптек. В результате за год сеть сократилась на 12 %.
- Динамика сопоставимых продаж в 3-м квартале продолжила ухудшаться по сравнению с показателями 2-го квартала как из-за усилившегося оттока покупателей, так и из-за снижения темпов роста среднего чека. В результате продажи LFL в 3-м квартале снизились на 25 % (в руб.) на фоне снижения трафика на 29 % и роста среднего чека на 6 %. Во 2-м квартале снижение продаж составило 16 %.
- Общий долг группы на конец 3-го квартала составил 5.09 млрд руб. Важно, что Аптеки наращивают финансовый долг. Так, в 3-м кв. 636 млн руб кредиторской задолженности были реструктурированы в процентный заем.

Операционный и кредитный профили Аптек выглядят очень слабо и, более того, продолжают ухудшаться. Закрытие аптек и усилившийся отток покупателей стали причинами еще большего снижения выручки в 3-м квартале. Объявленные ранее промоакции пока не принесли своих плодов в виде улучшения динамики сопоставимых продаж, что частично объясняется кризисными явлениями на коммерческом рынке лекарств, в частности смещением спроса в сторону более дешевых товаров, а также нехваткой товара из-за неурегулированной задолженности перед поставщиками. Условия обслуживания задолженности по проблемным облигациям Аптек становятся хуже для облигационеров.

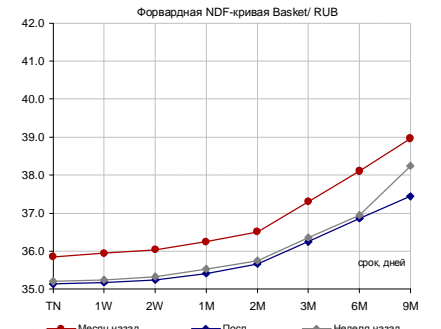
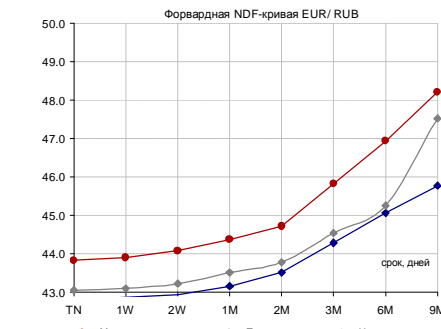
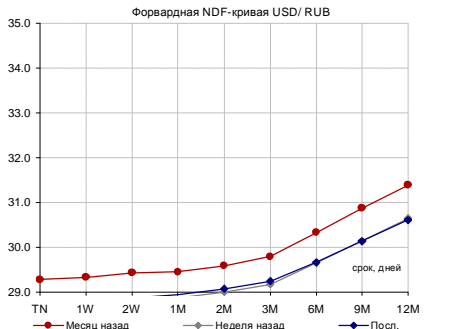
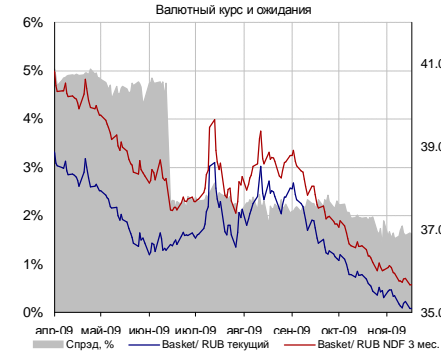
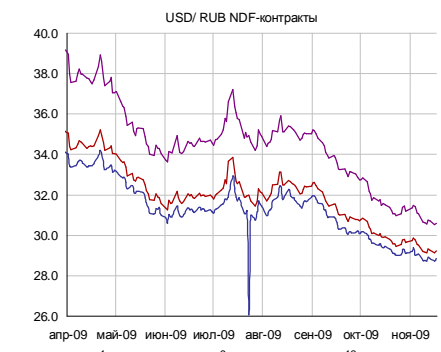
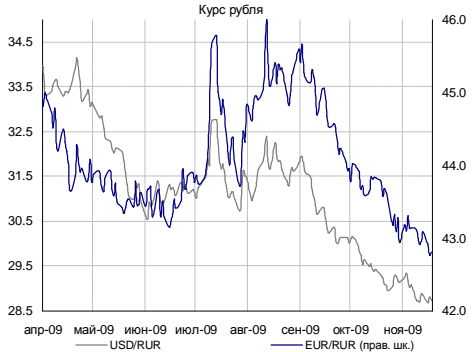
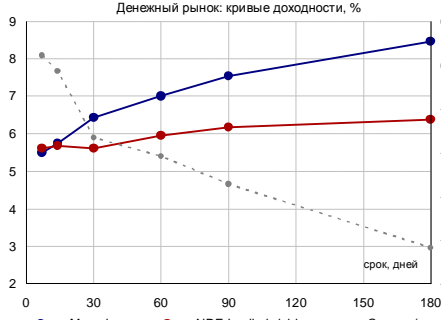
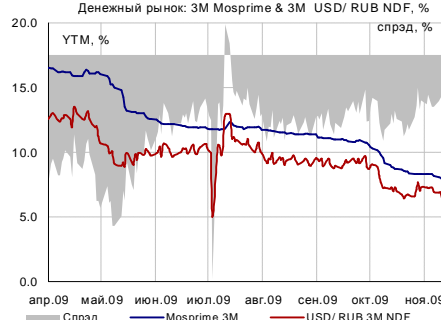
Кредитные риски Аптек оцениваются рынком в 40 % годовых на горизонте 1.5 года. Мы рекомендуем инвесторам избегать данные публичные обязательства.

Сабина Мухамеджанова, Леонид Игнатьев

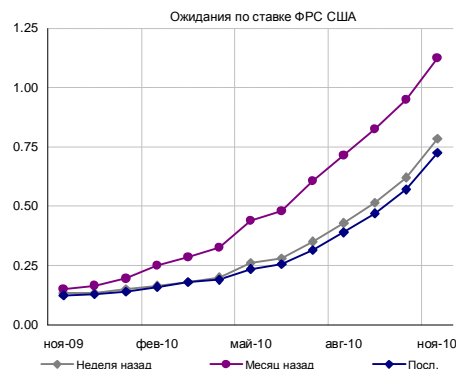
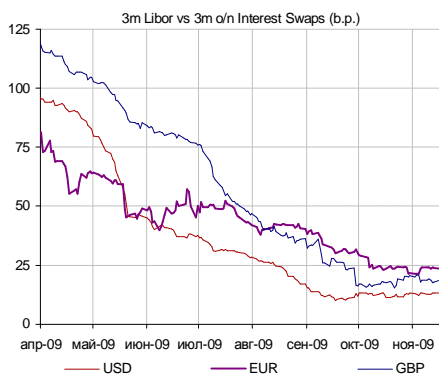
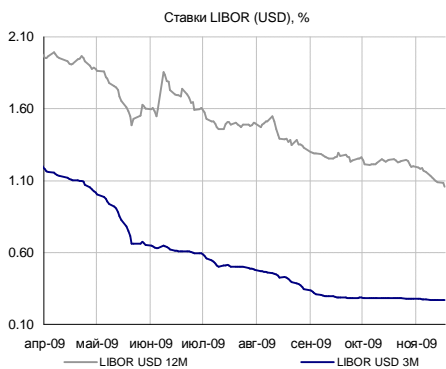
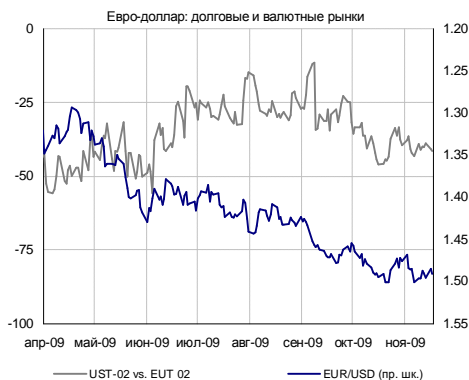
Российский долговой рынок



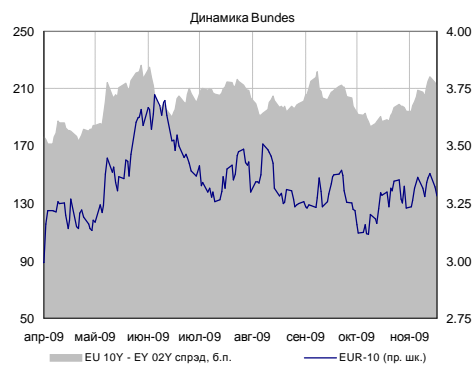
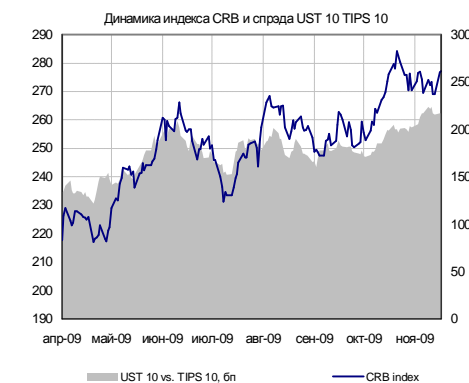
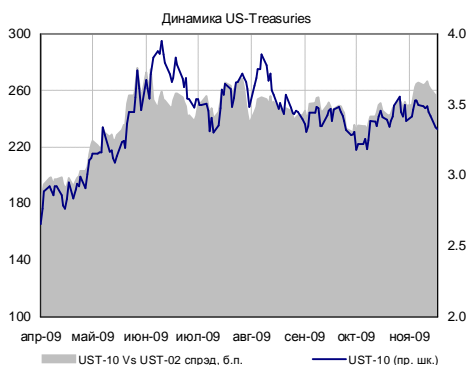
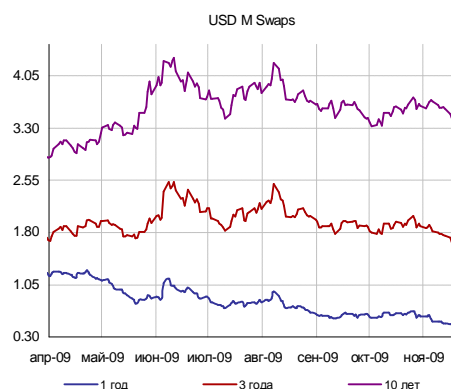
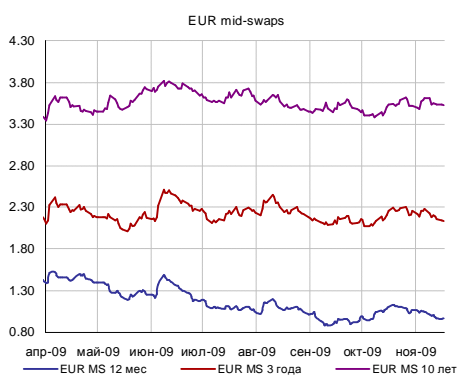
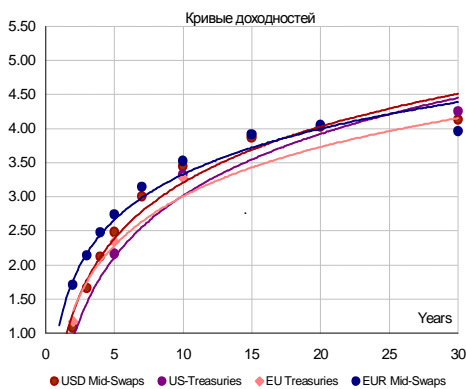
Денежно-валютный рынок



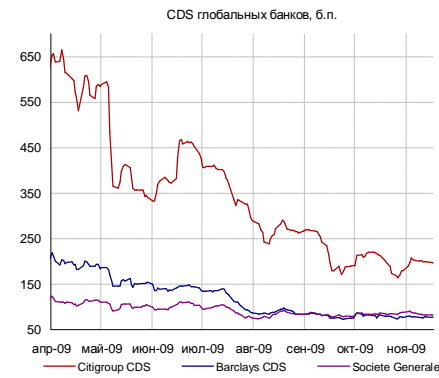
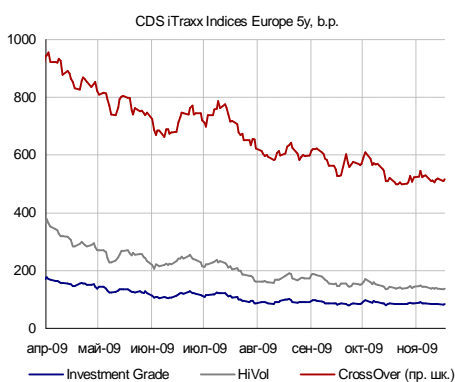
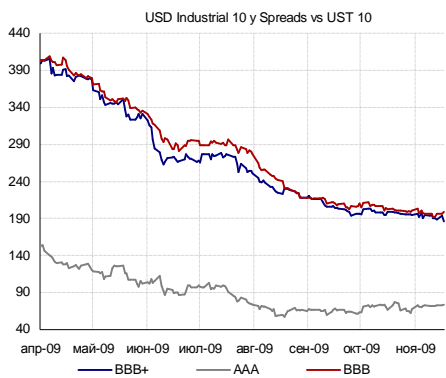
Глобальный валютный и денежный рынок



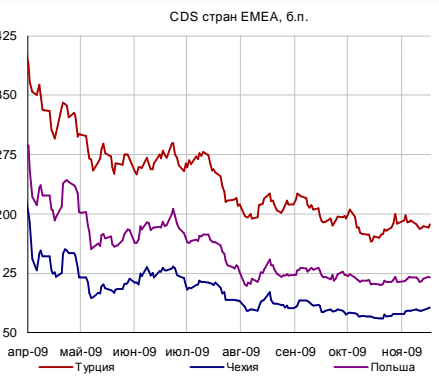
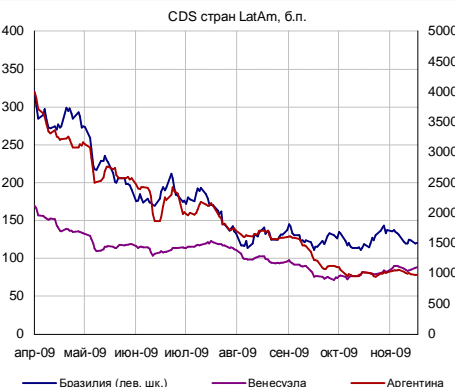
Глобальный долговой рынок



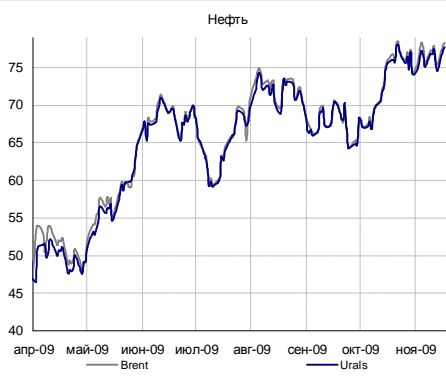
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

| Дата* | Выпуск | В обращении, млн. руб.** | Событие | Цена оферты, % | Выплата, млн. руб. |
|------------|------------|--------------------------|---------|----------------|--------------------|
| СЕГОДНЯ | Бахетле-1 | 1 000 | Оферта | 100 | 1 000 |
| СЕГОДНЯ | Инпром 03 | 1 300 | Оферта | 100 | 1 300 |
| СЕГОДНЯ | МвидеоФ-01 | 2 000 | Погаш. | - | 2 000 |
| СЕГОДНЯ | ОХЗ-Инв 01 | 900 | Погаш. | - | 900 |
| 19.11.2009 | АдаманФ2б6 | 2 000 | Оферта | 100 | 2 000 |
| 19.11.2009 | Востокцем1 | 800 | Погаш. | - | 800 |
| 19.11.2009 | ГазпромБ 4 | 20 000 | Оферта | 100 | 20 000 |
| 19.11.2009 | Парнас-М 2 | 1 000 | Оферта | 100 | 1 000 |
| 19.11.2009 | Разг.БО-11 | 1 000 | Погаш. | -100 | 1 000 |

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**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Коваленко Константин

Kovalenko_KI@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

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

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@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 абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств 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.