



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	75.92	-1.64	-2.11	Evraz' 13	100.31	-0.11	8.76	4
Нефть (Brent)	77.37	-1.79	-2.26	Банк Москвы' 13	101.00	-0.39	6.31	5
Золото	1212.50	20.00	1.68	UST 10	105.52	-0.25	3.13	2
EUR/USD	1.5107	0.01	0.43	РОССИЯ 30	113.39	0.35	5.32	-6
USD/RUB	29.256	-0.10	-0.35	Russia'30 vs UST10	220			-9
Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%)	21%	0.00%		UST 10 vs UST 2	259			-2
USD LIBOR 3m	0.26	0.00	-0.12	Libor 3m vs UST 3m	22			0
MOSPRIME 3m	7.52	-0.05	-0.66	EU 10 vs EU 2	192			1
MOSPRIME o/n	4.92	-0.61	-11.03	EMBI Global	330.80	-0.24		-1
MIBOR, %	4.96	-0.54	-9.82	DJI	10 452.7	-0.18		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	899.10	-40.60	-19.64	Russia CDS 10Y \$	212.41	-2.37		-4
Сальдо ликв.	-23	36.60	-61.41	Gazprom CDS 10Y \$	268.14	-1.53		-4

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

- Аукцион по размещению ОФЗ: объем – ничто, ставка - все
- Вторичный рынок: сдержанный оптимизм
- Нижегородская область: щедрое предложение
- Второй круг Самолетов Сухого: финальные ориентиры вторичного размещения
- Справедливая Мосэнерго: 10.51% к трехлетней оферте

Глобальные рынки

- Хорошие новости из США двинули доходности UST вверх
- Bank of America вернет \$45 млрд. американскому правительству

Корпоративные новости

- М-Индустрия рапортует о 2-кратном снижении долга, или Смотрим за кадром
- Разгуляя отчитался по МСФО за 1П 2009 г.: улучшений не видно
- РусГидро: сильная отчетность по МСФО за 6 мес. 2009 г.
- МСФО Акрона за 9 мес. 2009 г.: долг высокий, но структура его стала лучше
- Дикси: промокампании не дают эффекта
- Интегра: портфель заказов на низком уровне
- МТС покупает магистрального оператора «Евротел»
- ВТБ исполнил опцион по покупке контрольного пакета Системы-Галс

Экономика РФ

- Экономика отыграла уже треть падения

Новости коротко

Экономика РФ

- За период с 24 по 30 ноября 2009г. **инфляция** в России составила 0%. С начала месяца она составила- 0.3%, с начала года – 8.4%. / Росстат

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **ММК** планирует 16 декабря начать размещение трехлетних биржевых облигаций серии БО-02 объемом 10 млрд руб. с двухлетней офертой. / Reuters
- **ВЭБ** установил ставку 2-го купона по дебютным облигациям на уровне 1.48438%. / Cbonds
- **Дальсвязь** частично погасила 15% номинала облигаций 2-й серии номинальным объемом 2 млрд руб. Сумма погашения составила 300 млн руб. / Cbonds
- **Марийский НПЗ** установил ставку 7-8-го купонов по облигациям 2-й серии объемом 1.5 млрд руб. в размере 0.01%. / Cbonds
- **Мастер-Банк** погасил 10% номинала облигаций 3-й серии на сумму 26.43 млн руб. при номинальном объеме выпуска – 1.2 млрд руб. По сообщению эмитента, в обращении находятся 264 279 облигаций выпуска. / Cbonds

Кредиты / Займы

- Как пишут сегодня Ведомости, пролонгация займов **ВТБ Мечелу** на 3 года (см. вчерашний ежедневный обзор) была сделана под 14% годовых. Мы отмечаем, что пролонгация задолженности ВТБ (15 млрд руб.) затрагивает менее 10% совокупного долга Мечела по состоянию на 1 июля 2009 г. Мы находим данную новость нейтральной для оценки кредитного качества компании.

Рейтинги

- **Fitch** подтвердил рейтинг **Кировской области** на уровне «В», прогноз – «Стабильный». / Fitch

Внутренний рынок

Аукцион по размещению ОФЗ: объем – ничто, ставка - все

В среду основное внимание участников долгового рынка было приковано к ходу аукциона по размещению пятилетнего выпуска ОФЗ 25071 объемом 20 млрд руб. После нервного окончания прошлой недели и невысокого интереса инвесторов к госсектору в начале текущей, покупатели захотели получить премию при покупке ОФЗ на аукционе. Минфин предпочел пожертвовать объемом размещения, но оставил установившуюся этой осенью традицию в силе и премии к рынку не предложил. В результате, при спросе 24.6 млрд руб., было размещено бумаг всего на половину размещаемого объема – 10.1 млрд руб.

Средневзвешенная ставка на аукционе по размещению ОФЗ 25071 составила 8.26%. Выпуск ушел чуть дороже номинала по цене 100.0008%. После завершения аукциона Минфин доразместил эти бумаги еще на 363 млн руб., последние сделки проходили чуть выше цены размещения с доходностью 8.24%. Мы ожидаем, что оставшуюся часть выпуска эмитент доразместит на вторичном рынке небольшими объемами в ближайшее время.

Итоги аукциона показали сдержанный оптимизм участников рынка относительно инвестиций в рублевые активы. Аппетит инвесторов к риску, очевидно, поубавился. За длинные выпуски покупатели теперь ожидают получить хоть небольшую, но премию.

Вторичный рынок: сдержанный оптимизм

Неоднозначные результаты аукциона по размещению ОФЗ не оказали вчера поддержку долговому рынку, как это было в ходе предыдущих аукционов. Поскольку размещение выпуска прошло примерно на уровне котировок госбумаг аналогичной дюрации при закрытии торгов предыдущего дня, итоги аукциона не привели к переоценке бумаг госсектора, и, как следствие, корпоративных выпусков.

Ликвидные выпуски завершили день разнонаправленным движением котировок. Выпуски Москвы, по большей части, пользовались спросом: наиболее покупаемым оказался выпуск Москва 54, подорожавший на 105 б.п., его доходность вновь нацелилась на пробитие доходности в 9%.

Лучше рынка смотрелся выпуск ЮТК БО-1, прибавивший за день 65 б.п.

Сообщение об открытии книги заявок на покупку облигаций ВТБ-Лизинг 07 оказало давление на котировки обращающегося выпуска ВТБ-Лизинг 03, потери за день составили около половины фигуры.

Выход Свободного сокола из техдефолта по купону 3-го выпуска облигаций вчера восстановил котировки этих бумаг почти до 95% от номинала. За день бумага выросла в цене на 9 п.п.

Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25064	516.8	7	45000.0	18.01.2012		108.50	108.25	-0.23	7.88
ОФЗ 25067	436.2	9	45000.0	17.10.2012		108.90	109.05	0.14	7.98
ОФЗ 25071	10816.5	61	#ЗНАЧ!	26.11.2014		-	100.10	0.00	8.24
ВТБ - 5 об	235.22	26	15000	17.10.2013	22.04.2010	102.93	102.90	-0.03	7.50
ВТБ - 6 об	226.34	4	15000	06.07.2016	14.07.2010	103.09	103.19	0.10	8.09
ВТБ24 04	601.20	21	8000	20.02.2014	26.08.2010	100.00	100.20	0.20	11.83
ВТБ-ЛизФ03	234.24	22	5000	07.06.2016	15.06.2010	102.87	102.45	-0.42	9.56
ГАЗПРОМ А	59.25	98	5000	10.02.2010		100.43	100.37	-0.06	6.27
ГенерКомп1	201.82	3	2000	21.06.2011	22.06.2010	100.90	100.90	0.00	10.52
Европлан-1	221.66	7	2000	11.08.2011	12.08.2010	98.50	99.00	0.50	16.62
ИКС5Фин 01	207.50	17	9000	01.07.2014	06.07.2010	98.80	99.00	0.20	9.57
КраснЯрКр4	333.95	30	10200	08.11.2012		102.10	102.10	0.00	10.39
МГор54-об	325.88	9	15000	05.09.2012		96.55	97.60	1.05	9.02
МГор56-об	280.57	9	20000	22.09.2016		90.20	90.28	0.08	9.59
МГор58-об	376.57	8	15000	01.06.2011		102.21	102.30	0.09	8.61
М-ИНДУСТР	0.68	45	1000	16.08.2011		20.21	19.68	-0.53	>200
ОГК-2 01об	408.36	8	5000	05.07.2010		99.43	98.80	-0.63	10.06
РЖД-09обл	782.34	27	15000	13.11.2013	19.05.2010	102.68	102.50	-0.18	8.00
РЖД-11обл	590.63	16	15000	18.11.2015	26.05.2010	102.80	102.99	0.19	7.16
СвобСокол3	12.34	32	1200	24.05.2011	23.11.2010	86.00	94.98	8.98	25.50
ТверОбл 08	333.80	6	4000	26.12.2013		105.25	103.50	-1.75	13.11
ТрансКред3	488.25	3	5000	07.07.2011	07.01.2010	100.29	100.30	0.01	6.86
ЮТК БО-01	376.27	8	2000	17.10.2012	19.10.2011	100.30	100.95	0.65	10.84

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

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

Нижегородская область: щедрое предложение

Вчера состоялось внебиржевое размещение облигаций Нижегородской области серии 34005. В ходе размещения поступило 15 заявок от 11 участников на сумму 3.56 млрд руб. размещены бумаги на сумму 2.24 млрд руб., т.е. всего 75% предполагаемого объема. В ходе аукциона ставка 1,2 купонов была установлена на уровне 13.25%, соответственно 3,4-й купоны составили 13%, 5 и 6-й – 12.75%. Доходность к погашению через три года составила 13.52%, что соответствует премии в 150 б.п. к обращающемуся трехлетнему выпуску эмитента.

По сравнению с шестым выпуском более крепкого кредитного качества Самарской области (вчера давал 11% при дюреции 2.3 года) новый выпуск разместился на 259 б.п. дороже, что нам представляется неоправданно высокой премией. На наш взгляд, справедливая доходность нового выпуска находится на уровне около 12%, поэтому при выходе на вторичные торги бумага имеет существенный потенциал роста.

Полагаем, что инвесторы еще смогут поучаствовать в размещении оставшейся части выпуска до конца года и не проиграют, если им удастся получить бумаги по номиналу со столь щедрой доходностью.

Второй круг Самолетов Сухого: финальные ориентиры вторичного размещения

ГСС разослала сегодня финальные параметры вторично размещаемого выпуска ГСС-01 номинальным объемом 5 млрд руб. Планируемый максимальный объем перераспределения составляет 2.7 млрд руб., ровно столько, сколько ушло в ходе оферты в конце сентября текущего года по оферте. Организаторы сообщают, что сделки по вторичному размещению будут проводиться с 3 по 17 декабря в режиме РПС ММВБ.

Уточненный ориентир по доходности к оферте в конце сентября 2010 года называется на уровне 13% - ближе к верхней границе озвученных в конце ноября ориентиров 11.49-13.52%. Мы ожидали, что инвесторов заинтересуют эти бумаги по верхней границе диапазона (см. наш обзор от 13 ноября). Полагаем, эмитент надеется, что его бумага, принимаемая в репо ЦБ РФ с дисконтом 15% бумага, будет приобретена на ожиданиях дальнейшего снижения ставок ЦБ. В настоящий же момент, ориентир по доходности доразмещаемого выпуска ниже фактически складывающихся доходностей при покупке части бумаг, оставшихся в рынке. Так, вчера проходили сделки с данным выпуском с доходностью 13.75%.

Справедливая Мосэнерго: 10.51% к трехлетней оферте

Сегодня Мосэнерго сообщило об установлении ставки купона по размещаемому завтра выпуску Мосэнерго-3 объемом 5 млрд руб. в размере 10.25%. Доходность в соответствии с установленным купоном составляет 10.51% к трехлетней оферте. За облигации Мосэнерго 2 с дюрецией 1.9 года вчера можно было получить 9.8% годовых. Таким образом, доходность на уровне 10.5% к трехлетней оферте является вполне справедливой для этой бумаги, не предполагающей существенного апсайда при выходе выпуска на вторичные торги.

Екатерина Горбунова

Глобальные рынки

Хорошие новости из США двинули доходности UST вверх



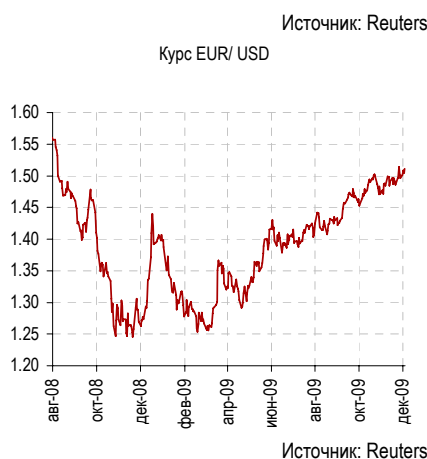
Хорошей новостью для рынков оказалась публикация Бежевой книги США, риторика которой оказалась позитивной. ФРС считает восстановление экономики США скромным, но весьма стабильным. Отмечаются оставшиеся проблемы, поднятые рецессией: снижение потребления, уменьшение кредитования и общая ослабленность банковской системы, а также проблема высокой безработицы.

С особым интересом инвесторы ждут сегодняшних выступлений глав американского и европейского Центробанков, которые должны будут обозначить основные направления дальнейших планов по кредитно-денежной политике. В преддверии этих выступлений UST несколько понизились в цене. Доллар подешевел по отношению к европейской валюте на ожиданиях снижения стимулов европейским Центробанком.

Кривая US-Treasuries

	YTM, %			Изм-е, б.п.		
	тек.	изм-е	02-дек-09	d	w	YTD
UST 02	0.73	2	0.72	4	-1	-5
UST 05	2.12	3	2.08	5	-9	52
UST 10	3.34	3	3.31	3	-4	109
UST 30	4.28	2	4.25	-2	-2	157

Источник: Reuters



Инвесторы сейчас хоть и находятся в очень нервном состоянии (что на прошлой неделе подтвердили события в Дубае), но верят в восстановление мировой экономики, поэтому повышенным спросом вчера пользовались более рискованные активы. Практически все российские корпоративные евробонды прибавили в цене.

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	104.7	5.30	1.2	0.13	-12
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	111.5	5.66	2.7	0.51	-19
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	96.9	6.77	5.5	0.18	-3
GAZP' 13£	GBP	800	31.10.13	99.3	6.78	3.3	0.05	-2
GAZP' 18€	EUR	1200	13.02.18	103.7	6.02	5.9	0.08	-1
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	112.5	7.38	6.3	0.27	-4
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	102.4	0.00	7.0	0.08	-1
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	91.9	7.53	8.0	0.26	-3
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	110.3	7.68	10.6	0.10	-1
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	92.6	7.96	11.0	0.62	-5
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	100.3	8.76	2.8	-0.11	4
NovorosPort' 12	USD	300	17.05.12	100.0	6.99	2.2	0.04	-2
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	99.1	8.32	2.0	0.12	-6
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	100.3	8.76	2.8	-0.11	4
Evrax' 15	USD	750	10.11.15	97.2	8.87	4.5	-0.01	0
VIP' 16	USD	600	23.05.16	102.1	7.82	4.9	0.15	-3
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	105.8	8.15	5.8	0.00	0
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	96.5	7.25	5.6	0.43	-8
TNK-BP' 18	USD	1100	13.03.18	101.7	7.60	5.9	0.34	-6

Источники: Bloomberg

Bank of America вернет \$45 млрд. американскому правительству

Bank of America сегодня сообщил о своем намерении вернуть американскому правительству \$45 млрд., полученные им в рамках программы TARP. Эта новость стала для многих приятной неожиданностью, в том числе и для американского казначейства. Безусловно, выплата такой суммы может негативно сказаться на подверженности банка новым экономическим шокам, однако для экономики это отличный сигнал.

Bank of America может стать лишь «первой ласточкой» среди других крупных финансовых институтов, получивших от американского правительства финансовую поддержку. Напомним, что Citigroup получила около \$45 млрд., Wells Fargo – \$25 млрд. Если сегодняшние данные по безработице в США не разочаруют инвесторов (консенсус-прогноз – 10.2%), то можно с определенной долей уверенности говорить о верном тренде на восстановление мировой экономики.

Дмитрий Турмышев, Леонид Игнатьев

Корпоративные новости**М-Индустрия рапортует о 2-кратном снижении долга, или Смотрим за кадром**

Официальный представитель строительной компании «М-Индустрия» в интервью агентству Reuters вчера заявил, что в течение 11 месяцев 2009 г. компания снизила долг почти в 2 раза с 3 млрд до 1.55 млрд руб. За счет продажи активов и недвижимости компания рассчиталась с долгами перед Национальным резервным банком, Росбанком, НОМОС-Банком, ВТБ и Уралсибом на общую сумму 980 млн руб. По данным представителя компании, не обремененные какими-либо обязательствами активы Группы сегодня в несколько раз превышают сумму оставшейся задолженности. Наконец, менеджер М-Индустрии заявил, что строитель также сократил обязательства по второму облигационному займу номиналом в 1.5 млрд руб. до 90 млн руб. (6 % выпуска), выкупив большую часть бумаг с рынка.

Мы вынуждены признать, что приведенные представителем компании факты являются хорошей миной при плохой игре и что они не должны беспочвенно обнадеживать держателей 1-го выпуска облигаций М-Индустрии на 1 млрд руб. (последние сделки проходили примерно по 20 % от номинала). Погашение долга перед банками, как нам видится, не имело ничего общего с урегулированием задолженности перед облигационерами, которым удалось вернуть суммы, составляющие лишь незначительную часть номинала бумаг.

Дело в том, что по мере приближения к оферте 20 июля 2009 г., исход которой был уже очевиден для рынка (а именно, дефолт), котировки выпуска М-Индустрия-2 упали до 10-15 % от номинала. Не оглашая условий реструктуризации непосредственно до даты оферты, компания начала скупать облигации с рынка и, по нашим данным, до формального наступления дефолта выкупила 91.3 % выпуска (1.37 млрд руб. – по номиналу) по ценам от 10 до 19 % от номинала.

После дефолта и установления купона в 20 % годовых компания объявила о реструктуризации, которая предполагала выкуп 30 % облигаций 19 августа 2009 г. и погашение оставшихся 70 % 25 декабря 2009 г. Количество облигаций в обращении на 21 июля составляло 8.7 % выпуска (129.131 млн руб. по номиналу). Формально ситуация выглядит так, как будто М-Индустрия выполнила условия реструктуризации, выкупив к текущей дате с момента дефолта 30 % бумаг, находившихся в обращении (около 2.6 % от номинала эмиссии, если считать от величины займа в обращении). При этом компания допускала дефолт по купону в августе, что неизбежно приводило к падению котировок и таким образом заставляло держателей избавляться от бумаг по ценам значительно ниже номинала.

Мы считаем, что, несмотря на приведенную компанией информацию, М-Индустрия обладает крайне высокими рисками рефинансирования по своим долгам, и держатели облигаций 1-й серии на 1 млрд руб. (гасятся в августе 2011 г.) едва ли могут гарантированно рассчитывать на 100%-ное возмещение задолженности по облигациям. Добавим, что события 2009 г. с публичным долгом компании выявили существенный риск – низкое качество корпоративного управления и вытекающее из этого не самое дружественное поведение эмитента по отношению к публичным кредиторам. Лучшей иллюстрацией кредитных рисков М-Индустрии являются цены последних сделок по бондам 1-й (недефолтной) серии на уровне всего 20 % от номинала.

Леонид Игнатьев

Разгуляй отчитался по МСФО за 1П 2009 г.: улучшений не видно

Вчера Разгуляй представил финансовые результаты за 1-е полугодие 2009 г. и провел конференц-колл для аналитиков. Выручка группы в 1-м полугодии 2009 г. составила 12.9 млрд руб., увеличившись на 13% в основном благодаря почти двукратному росту объемов торговли зерном (как на внутреннем рынке, так и на экспорт), а также росту реализации свекловичного сахара. При этом посевная площадь в этом году выросла на 37 % до 318 тыс. га. Средние цены реализации пшеницы и ячменя снизились на 30-40 % г-к-г, в то время как цены на рис и сахар выросли на 28 % и 35 % соответственно.

Увеличение рентабельности сахарного сегмента за счет роста доли свекловичного сахара, а также рост цен на сахар способствовали повышению валовой прибыли и рентабельности. Однако из-за почти трехкратного роста коммерческих расходов (в частности транспортных расходов из-за изменения базиса поставки) EBITDA снизилась на 34 % до 964 млн руб. Таким образом, компания продемонстрировала EBITDA margin в 7.4%, что на 5.4 п.п. В 1-м полугодии компания получила чистый убыток в размере 991 млн руб.

Финансовый долг Разгуляя на 30.06.2009 равнялся 25.2 млрд руб. Он практически не снизился с начала 2009 г. (-3% за полгода). При соотношении Долг/EBITDA_{ЛТМ} выше 10.0X на конце

июня 2009 г., доля краткосрочного долга составляет 85 %. Таким образом, при отрицательном операционном денежном потоке, компания обладает огромными рисками рефинансирования долга и всецело зависит от заемного финансирования.

Таким образом, отчетность Разгуляя за 1-е полугодие 2009 г. не демонстрирует улучшения финансового состояния компании. По итогам года ждать их также не приходится. На конференц-колле руководство Группы озвучило свой прогноз на 2009 год, согласно которому выручка может достигнуть 30-31 млрд руб., а EBITDA – 3.5 млрд руб. Таким образом, показатель Долг/EBITDA едва ли опустится ниже 7-8х.

По данным Reuters, ВЭБ и ВТБ осенью пролонгировали Разгуляю кредиты на 9 млрд руб. на 5 лет под 16 % годовых. Позже гендиректор Разгуляя уточнил, что банки не пролонгировали, а предоставили компании новые кредиты на общую сумму 9 миллиардов рублей. Таким образом, по состоянию на сегодняшний момент треть долга Разгуляя приходится на долгосрочные кредиты.

Беспрецедентный объем финансирования со стороны госбанков в рамках сегмента сельского хозяйства снижает вероятность дефолта по реструктуризации публичных долгов и возможного банкротства Разгуляя. В то же время, для нас очевидно, что котировки реструктуризационных выпусков облигаций Разгуляя-2..4 в районе 84-94% от номинала завышены. Мы не до конца уверены в том, что облигационеры могут добиться полных выплат по задолженности.

Леонид Игнатьев, Сабина Мухамеджанова

РусГидро: сильная отчетность по МСФО за 6 мес. 2009 г.

Вчера РусГидро опубликовала финансовую отчетность за 1-е полугодие 2009 г. по МСФО, которую мы сочли очень сильной. Мы обращаем внимание на следующие основные моменты:

- Выручка компании повысилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 14.4% до 56.9 млрд руб. По нашим оценкам, рост продаж собственной энергии составил 49 % г-г. Высокая водность рек в этом году позволила РусГидро достичь рекордных уровней выработки энергии, что смягчило последствия падения свободных цен на электроэнергию. При этом стоит отметить успехи компании по снижению собственных издержек. Себестоимость продукции понизилась на 12.7 % г-г, в том числе расходы компании без учета амортизации упали на 12.3 %.
- В результате по итогам полугодия EBITDA компании выросла до 28.7 млрд руб., или в 1.9 раз относительно аналогичного периода прошлого года. EBITDA margin РусГидро за 1-ое полугодие 2009 г. составляет более 50%.
- Тем не менее, на фоне роста оборотного капитала (40%-ное увеличение дебиторской задолженности потребителей и приобретение векселей ОАО «Богучанская ГЭС» и ЗАО «Богучанский алюминиевый завод» операционный поток компании вырос менее значительно – на 45 % до 18 млрд руб. При этом сарех (11.3 млрд руб.) не превысил 2/3 операционного денежного потока. Чистый денежный поток компании составил 14.5 млрд руб., из которых 11.1 млрд руб. – поступления от допэмиссии.
- На начало июля денежные средства РусГидро с учетом векселей ВТБ и Сбербанка составили 49.5 млрд руб. по сравнению с 43.77 млрд руб. чистого долга.

Опубликованная отчетность не отражает финансовых последствий аварии на крупнейшей Саяно-Шушенской ГЭС, которая вышла из строя в августе 2009 г. Вместе с тем, при отрицательной величине чистого долга, компания, как нам кажется, может безболезненно привлечь на баланс до 60-70 млрд руб. дополнительного долга и при этом ее долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA не должна перевалить за 2.0х.

Мы мало сомневаемся в том, что РусГидро будет занимать еще. Ведь по последним данным, стоимость работ по восстановлению Саяно-Шушенской ГЭС может превысить 40 млрд руб. Но даже с учетом этих затрат, озвученного недавно правительством РФ ограничения роста тарифов компании, выбытия из генерации денежных потоков ключевого актива (аварийной станции), мы не ожидаем критичного изменения кредитных метрик РусГидро.

Доходность 1.5-летних бумаг РусГидро опустилась к настоящему времени ниже 9.25%, что дает 125 б.п. дисконта по отношению к ТГК-1-2 и 45 б.п. премии над кривой ликвидных облигаций Москвы. С точки зрения не самой высокой ликвидности, облигациям РусГидро сейчас мы бы предпочли тот же ТГК-1-2 (10.5%). Самая же интересная торговая идея в сегменте – по-прежнему облигации МРСК Юга с доходностью чуть ниже 14%.

Леонид Игнатьев, Михаил Лямин, Иван Рубинов

МСФО Акрона за 9 мес. 2009 г.: долг высокий, но структура его стала лучше

В отличие от цен на других товарных рынках, стоимость азотных и комплексных удобрений в 3-м квартале не демонстрировала явной тенденции к росту, и улучшение финансовых показателей Акрона в этот период могло быть достигнуто за счет роста операционных показателей и хорошего контроля над издержками, что, на наш взгляд, удалось Акрону лишь частично.

Операционные расходы компании при почти 4%-ном росте выручки в долларовом выражении остались на уровне 2-го квартала, что позволило увеличить показатель EBITDA кв-к-кв почти на треть до \$ 44 млн – на первый взгляд, неплохой результат на фоне планового повышения тарифов на газ и укрепления курса российской валюты. Однако отметим, что предыдущая отчетность Акрона была достаточно слабой в исторической ретроспективе, и последние результаты компании скорее демонстрируют отражают реальное улучшение ситуации.

Всего же за 9 мес. 2009 г. Акрон заработал \$153 млн EBITDA при выручке \$870 млн.

Продажа 21%-ной доли в Сибнефтегазе за 4.1 млрд руб. (\$ 142 млн) позволила значительно увеличить показатель чистой прибыли и сократить чистый долг с \$ 853 млн на конец 2-го квартала до \$ 765 млн на конец 3-го. Таким образом, в терминах Чистый долг/EBITDA долговая нагрузка компании сократилась до 3.5х. Однако при таком соотношении и абсолютной величине долга свыше \$900 млн. кредитные метрики Акрона сложно назвать сильными.

Из положительных моментов отчетности стоит также отметить значительное улучшение структуры долга: краткосрочный долг теперь составляет лишь около трети всех заимствований и более чем на 80 % покрывается денежными средствами компании. Для сравнения, по итогам 1П 2009 г. краткосрочный долг составлял более 60% общего долга Акрона и покрывался денежными средствами менее чем на 15%.

Несмотря на текущую осмотрительность в капиталовложениях, которые составили за квартал скромные \$27 млн (в 2 раза меньше год-к-году), нас несколько пугает будущий предполагаемый рост инвестпрограммы Акрона, которая включает в себя разработку месторождения Олений Ручей, но и Талицкое. В этой связи у нас пока нет серьезных предпосылок для ожиданий снижения долговой нагрузки компании.

Мы крайне спокойно относимся к 2-летним облигациям Акрон-2, которые позволяют заработать 13.8%, а, благодаря недавно приобретенному рейтингу В+, теперь будут приниматься в репо ЦБ РФ. Неделю назад Акрон не без успеха разместил еще один выпуск на 3.5 млрд руб. с доходностью 14.33% к офферте через 2.5 года (дюрация 1.9 года). В настоящее время спрэд Акрон-2 – Северсталь БО1 превышает 250 б.п., но не кажется нам слишком комфортным для покупок. Наша оценка кредитоспособности Акрона не позволяет нам видеть за весьма вероятным ростом котировок облигаций Акрона фундаментальных предпосылок.

Несмотря на статус стратегической компании, кредитное качество Акрона далеко от высокого. Присваивая кредитный рейтинг Акрону, аналитики Fitch отметили высокую зависимость компании от доминирующих поставщиков сырьевых ресурсов, небольшие размеры бизнеса, сложную организационную структуру и отсутствие финансовой информации по некоторым из этих структур, весомые риски рефинансирования компании. Мы обращаем особое внимание на выше упомянутые риски. Мы думаем, что инвесторам, присутствующим на рынке более 1 года, не стоит поддаваться соблазну под названием «у рынков – короткая память» и вспомнить, что риски недостаточного раскрытия информации, сложности организационных структур, большие инвестпроекты при слабой конъюнктуре преподносили порой очень неприятные сюрпризы.

Леонид Игнатьев

Дикси: промокампании не дают эффекта

Дикси вчера представила финансовые результаты деятельности за 3-й квартал 2009 г.

Выручка в 3-м квартале выросла всего на 12% и составила 12.9 млрд руб. Замедление темпов роста выручки обусловлено негативной динамикой сопоставимых продаж, которые снизились примерно на 9%, по нашим оценкам. Напомним, что в 3-м квартале Дикси значительно снизила цены на часть ассортимента, чтобы снова привлечь покупателей, потерянных в результате недопоставок товаров в магазины из-за проблем в логистике в 1-м полугодии этого года.

Из-за снижения цен позитивный эффект от централизации закупок был нивелирован, и валовая маржа в 3-м квартале не изменилась по сравнению с прошлым годом, составив 26.1%. Доля коммерческих и административных расходов к выручке увеличилась до 24% в основном из-за роста доли товарных потерь и арендных платежей.

Если сравнивать по кварталам, то можно заметить, что сети удается снижать в абсолютном выражении расходы на оплату персонала и аренду, что связано с повышением эффективности внутри магазина и пересмотром арендных ставок. В результате рентабельность EBITDA в 3-м квартале составила 4.9%.

Мы не склонны расценивать негативную динамику LFL Дикси для переоценки кредитного качества компании в худшую сторону

Облигации Дикси с погашением в марте 2011 г. стоят чуть ниже 89% от номинала, что дает эффективную доходности выше 20%. Мы считаем, что при таких параметрах бонды Дикси небезынтересны как инвестиция до погашения. Даже учитывая невозможность рефинансирования в ЦБ РФ под обязательства Дикси, спред более 1000 б.п. к облигациям X5 явно велик.

Леонид Игнатьев, Сабина Мухамеджанова

Интегра: портфель заказов на низком уровне

Вчера Интегра опубликовала промежуточный отчет менеджмента о деятельности и неаудированные финансовые показатели за 9 месяцев 2009 г.

Выручка Интегры за 9 месяцев 2009 г. по МСФО упала на 47% год-к-году, составив \$620 млн. Скорректированная EBITDA сократилась на 53.6% до \$89.5 млн, а чистый долг — в 1.6 раза до \$206 млн. Таким образом, в относительных терминах долговая нагрузка компании невелика: Чистый долг/EBITDA находится около 2.0х. Чистый долг компании сократился за счет выпуска акций на \$84 млн (чистый долг компании по состоянию на 27 августа 2009 г. находился на уровне \$290 млн). Свободный денежный поток Интегры за 9 месяцев 2009 г. составил \$48.1 млн.

Нас беспокоит портфель заказов компании на 2010 год, который находится на низком уровне (по данным на 30 ноября 2009 г. — \$426 млн). Напомним, что год назад (по состоянию 2 декабря 2008 г.) портфель заказов Интегры на 2009 год составлял \$628 млн (по курсу 27 руб. за доллар — около 17 млрд руб.), в итоге он вырос на 54% в рублевом выражении до \$828 млн (по курсу 31.7 руб. за доллар — 26.2 млрд руб.).

Нынешний финансовый кризис доказал высокое качество корпоративного управления внутри компании и успешное удовлетворение всех обязательств в срок. Мы считаем, что этого уже достаточно много, чтобы воспринимать кредитный риск Интегры в целом позитивно.

Сегодня компания будет проходить оферту по рублевым облигациям на 1.5 млрд руб. Ранее Интегра говорила, что деньги на прохождение оферты она саккумулировала в полном объеме, но желала бы оставить бумаги в рынке, предложив держателям купон в 16.75% годовых. На наш взгляд, предложенная ставка близка к справедливой для нашей оценки кредитного качества компании. Важно, что у облигаций Интегры есть важный технический минус: они не принимаются в репо ЦБ РФ.

Леонид Игнатьев, Денис Борисов, Сергей Вахрамеев

МТС покупает магистрального оператора «Евротел»

МТС подала заявку в Федеральную антимонопольную службу (ФАС) на покупку магистрального оператора «Евротел». Стоимость сделки может превысить \$ 100 млн. Президент МТС Михаил Шамолин ранее обещал, что в течение трех лет МТС потратит на строительство магистральных сетей около \$ 200 млн.

После покупки 51 % акций Комстара магистральная сеть МТС достигла 15 000 км. А у ее основного конкурента Вымпелкома, который в 2008 г. приобрел Golden Telecom, протяженность магистральных каналов составляет 10 000 км. Протяженность же Евротела – около 20 000 км. Данная сделка позволит МТС существенно сократить затраты на аренду каналов при развитии ШПД и сетей 3G. В 2008 г. МТС потратила на аренду каналов \$ 134 млн.

Мы оцениваем влияние сделки на облигации МТС как нейтральное хотя сделка и позволит компании существенно сократить затраты на аренду канала.

Сабина Мухамеджанова, Леонид Игнатьев

ВТБ исполнил опцион по покупке контрольного пакета Системы-Галс

Сегодня ВТБ объявил о покупке контрольного пакета девелоперской компании Система-Галс у холдинга АФК «Система». ВТБ исполнил опцион на покупку 31.5% акций девелопера Система-Галс за символическую цену в 30 рублей. Сделка соответствует второй части договоренности между ВТБ и Системой-Галс, достигнутой в апреле 2009 г. Таким образом, включая покупку акций Система-Галс на открытом рынке доля ВТБ выросла до 51.2%.

ВТБ получил долю в капитале Системы-Галс в рамках реструктуризации долга долга Система-Галс в размере \$700 млн. Официально ВТБ не сообщал какая часть долга девелопера была списана/ реструктурирована.

Напомним, что реструктуризация долга Системы-Галс перед ВТБ проходила в два этапа. В декабре 2008 г. было объявлено о реструктуризации долга Системы-Галс перед ВТБ. Тогда Банк конвертировал в рубли два валютных кредита объемом \$500 и \$200 млн по курсу ЦБ на 02.12.2009 г. (около 19.6 млрд руб.), а ставка была зафиксирована на уровне 15% годовых. Кроме того, Системе-Галс была открыта кредитная линия на 7.0 млрд руб. под 17.5% годовых. Сообщалось, что в залоге у банка на тот момент находилось до 70% акций компании.

В апреле начался второй этап реструктуризации. На тот момент долг девелопера перед банком составлял 23.5 млрд руб. В результате достигнутых договоренностей ВТБ приобрел 19.5% акций Система-Галс за 30 рублей и получил право исполнить опцион на покупку еще 31.5% пакета акций.

В настоящее время на рынке торгуются два выпуска облигаций Система-Галс на сумму 5.0 млрд. руб. Оба выпуска неликвидны, т.к. размещены среди ограниченного круга инвесторов в апреле 2009 г. в рамках реструктуризации долга девелопера. Мы не исключаем, что после завершения сделки ВТБ интерес к бондам с офертой в апреле 2010 г. возрастет, а их ликвидность вырастет. Последние сделки с этими бумагами проходили по 60% от номинала.

В случае появления этих бумаг на рынке, мы рекомендуем инвесторам склонным к риску воспользоваться возможностью купить эти бумаги. Мы полагаем, что поддержка Системе-Галс со стороны ВТБ теперь будет очень высока. ВТБ намерен активно управлять доставшимся ему строительным активом. В частности недавно сообщалось о намерении ВТБ включить в совет директоров Системы-Галс трех своих представителей, а в конце ноября ВТБ предоставил Системе-Галс новый кредит в объеме \$46 млн. сроком на один год.

Егор Федоров

Экономика РФ

Экономика отыграла уже треть падения

Согласно опубликованным вчера данным Росстата, в октябре индекс базовых отраслей (промышленность, строительство, сельское хозяйство, оптовая и розничная торговля, транспорт) снизился на 5.2 % к предыдущему месяцу и на 8.0 % к октябрю прошлого года. По итогам десяти месяцев объем производства базовых отраслей сократился на 11.4 % в сравнении с аналогичным периодом 2008 г.

Росстат не приводит сезонно сглаженных оценок, однако, по нашим расчетам, индекс базовых отраслей сохранил в октябре положительную динамику, но рост существенно замедлился в сравнении с предыдущим месяцем. Как мы уже отмечали ранее, основной вклад в замедление экономического роста внесла обрабатывающая промышленность; замедление произошло и в секторе грузовых перевозок. В то же время мы наблюдали ускорение роста в секторе розничной торговли и в строительстве. Таким образом, впервые с начала кризиса основным драйвером роста стали отрасли, ориентированные на внутренний спрос.

По нашим оценкам, уверенный рост российской экономики начался в июне. За это время индекс базовых отраслей вырос примерно на 5.5 % от своей низшей точки. Можно констатировать, что экономика отыграла примерно треть падения, произошедшего с июня 2008 г. по январь 2009 г. включительно (спад, по нашим оценкам, длился 8 месяцев, а следующие 4 месяца – с февраля по май 2009 г. – экономика находилась на дне).

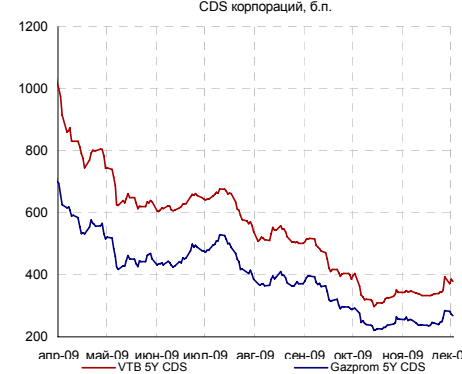
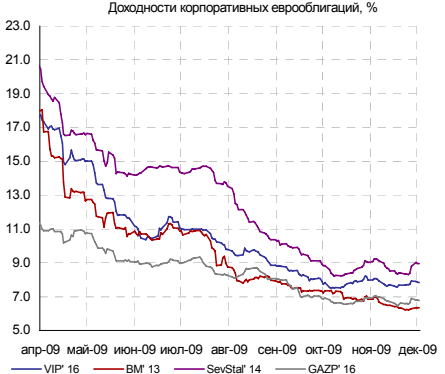
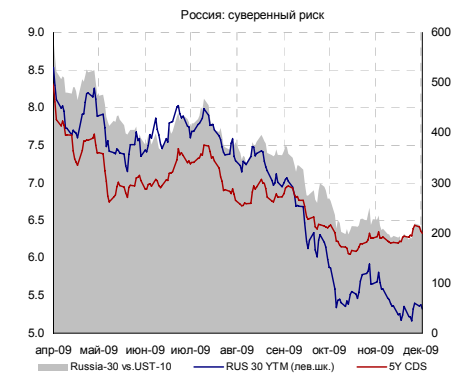
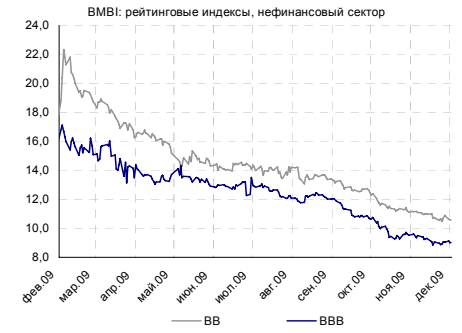
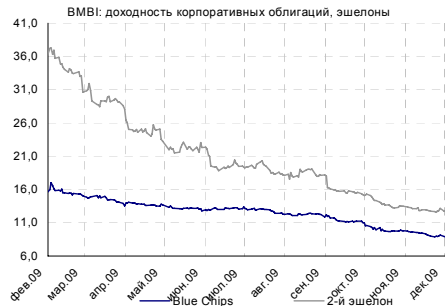


Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

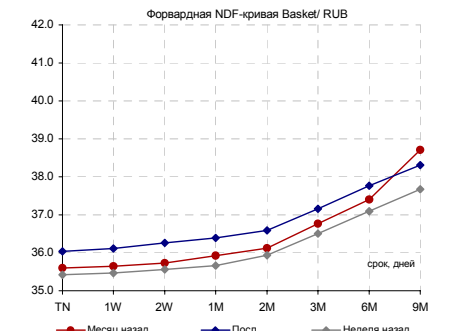
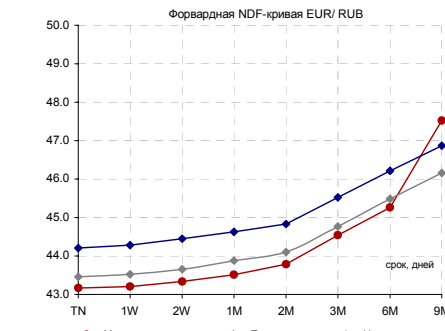
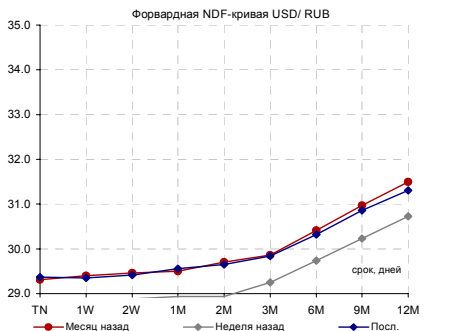
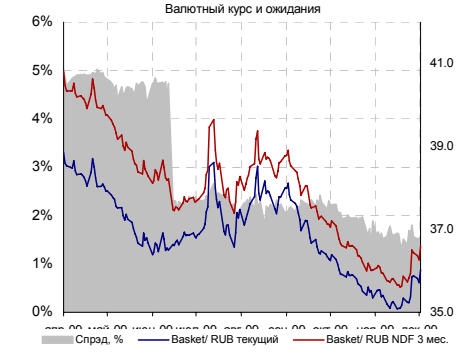
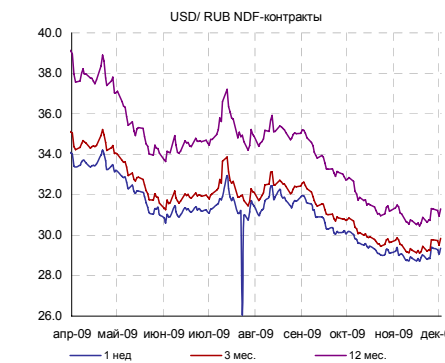
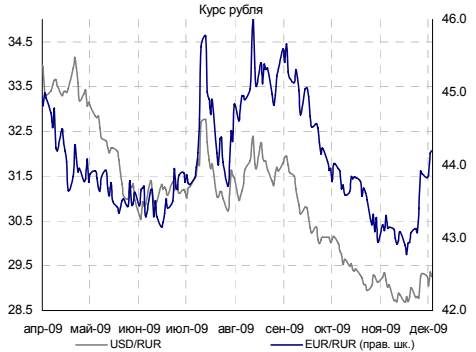
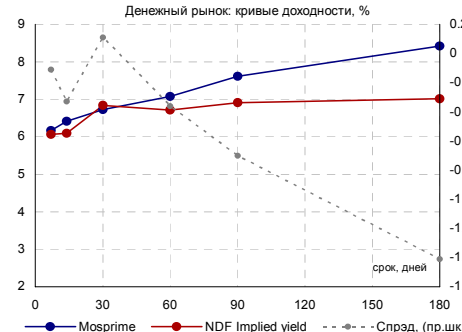
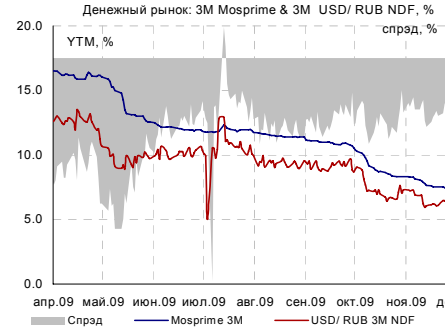
Мы полагаем, что позитивная экономическая динамика сохранится на протяжении всего текущего квартала, при этом вклад внутренних факторов в общий рост будет увеличиваться. Мы оцениваем падение ВВП в текущем году на уровне 8 % и ожидаем 7%-ного роста экономики в 2010 г.

Кирилл Тремасов

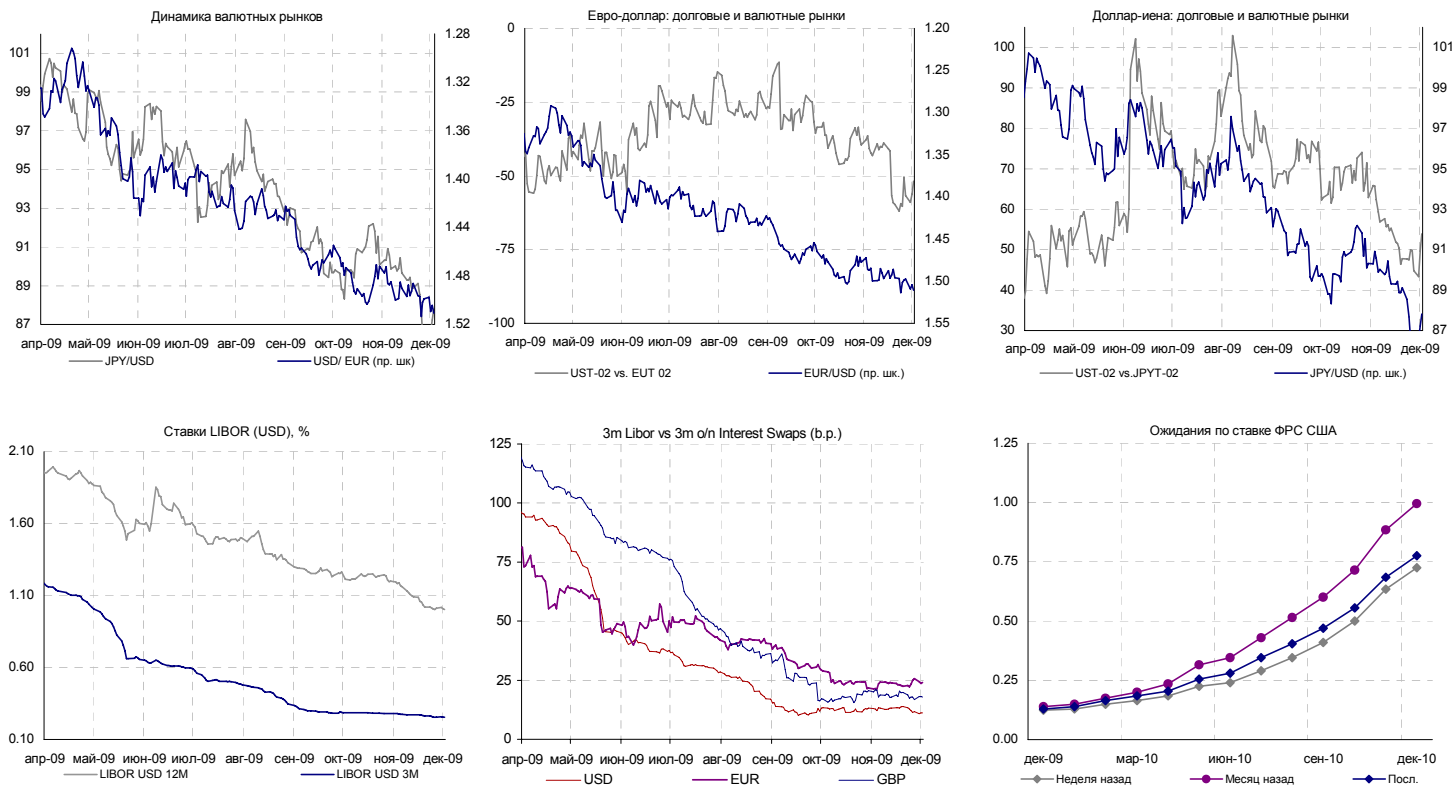
Российский долговой рынок



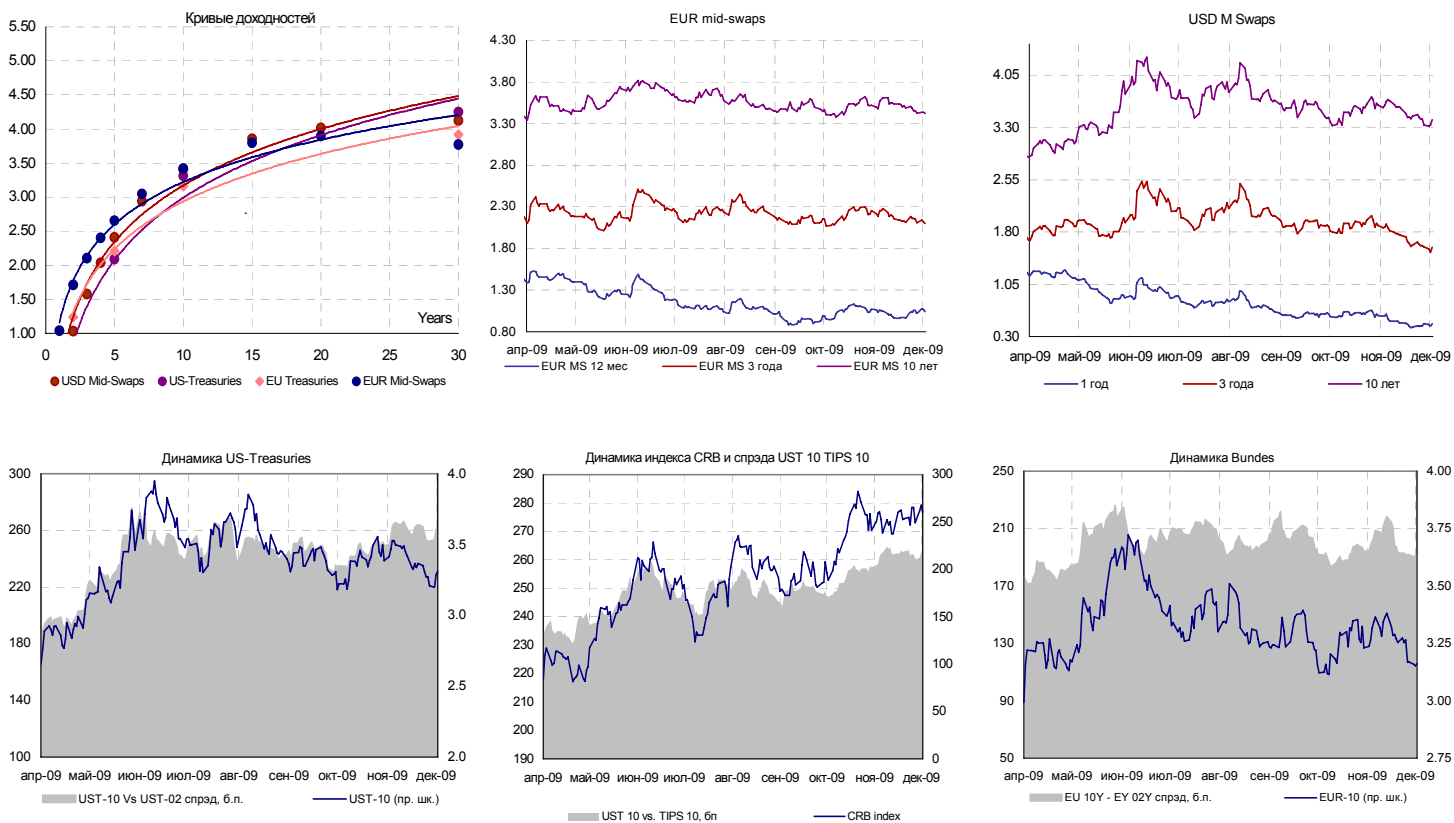
Денежно-валютный рынок



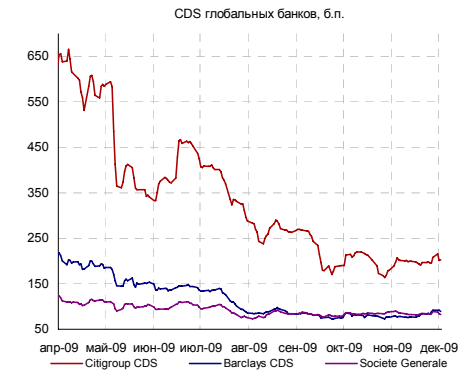
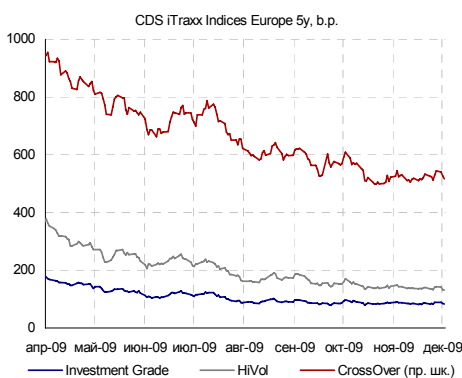
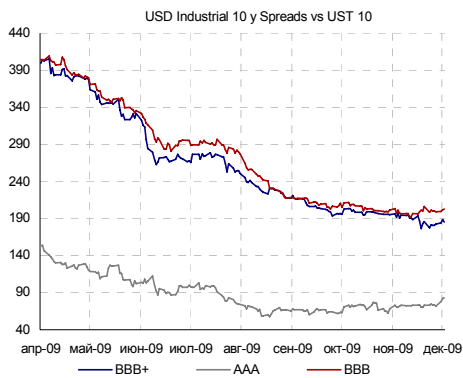
Глобальный валютный и денежный рынок



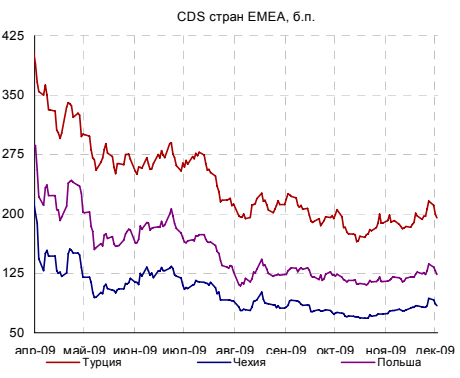
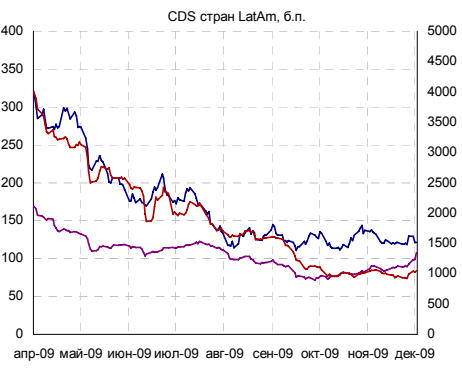
Глобальный долговой рынок



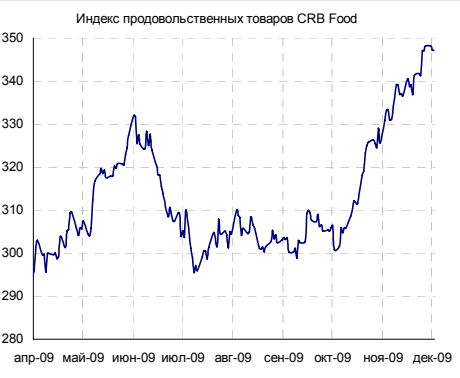
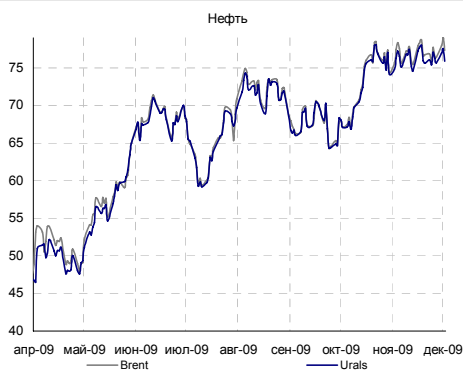
Глобальный кредитный риск



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	ЕБРР 01обл	5 000	Оферта	100	5 000
СЕГОДНЯ	ПТПА-Ф1	500	Погаш.	-	500
СЕГОДНЯ	ТехНикольФ-1	1 500	Погаш.	-	1 500
СЕГОДНЯ	Центр-инв1	1 500	Погаш.	-	1 500
13.11.2009	Импэксб-3	1 300	Погаш.	-	1 300
14.11.2009	ТверОбл 06	1 330	Погаш.	-	1 330
16.11.2009	ВТБ-ЛизФ01	6 154	Оферта	100	6 154
17.11.2009	Лукойл2обл	6 000	Погаш.	-	6 000
17.11.2009	МЗБанк1	800	Погаш.	-	800

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 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 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.