

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, в.р.
Нефть (Urals)	55.67	-5.09	-8.38	Evraz' 13	49.05	0.10	30.55	-2
Нефть (Brent)	57.2	-4.20	-6.84	Банк Москвы' 13	58.50	-	22.46	-
Золото	754.50	0.75	0.10	UST 10	101.73	0.02	3.66	-1
EUR/USD	1.2754	0.00	0.31	РОССИЯ 30	92.08	-1.35	8.92	24
USD/RUB	27.0161	-0.03	-0.10	Russia'30 vs UST10	527			24
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (0.5%)	100%	2.00%		UST 10 vs UST 2	240			4
USD LIBOR 3m	2.39	-0.12	-4.74	Libor 3m vs UST 3m	208			-4
MOSPRIME 3m	16.95	-0.08	-0.47	EU 10 vs EU 2	127			2
MOSPRIME o/n	9.83	-2.00	-16.91	EMBI Global	659.11	1.93		12
MIBOR, %	9.33	-2.39	-20.39	DJI	8 695.8	-4.85		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	819.60	10.60	13.06	Russia CDS 10Y \$	494.22	13.18		65
Сальдо ликв.	-141.2	12.50	-8.13	Gazprom CDS 10Y \$	844.26	3.83		31

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

Интерес к надежному и доходному сохраняется

Денежный рынок: ставки подросли

Банк России: интервенции по доллару в октябре – \$38.55 млрд

Стратегия на слабом рынке: критерии для выбора бумаг

### Глобальные рынки

Глобальные банки агрессивно снижают ставки

Лицом к лицу с депрессией

Рынок труда в США снова в центре внимания

Emerging markets: оптимизм исчез

Российский риск: шанс повысить репутацию

### Стратегия

Машиностроение накануне кризиса: мнение Михаила Болотина

Активы Связьинвеста могут быть объединены в одну компанию

### Корпоративные новости

Сибирьтелефон и Дальсвязь: нейтральные результаты за 9 месяцев

ТМК: проблема рефинансирования короткого долга решена на четверть

### Кредитные рейтинги

S&P ожидают снижение рейтинга Казаньоргсинтеза

## Новости коротко

### Главные новости

- ЦБ РФ заключил соглашения с МДМ-Банком, Райффайзенбанком и Сбербанком о компенсации им части убытков по сделкам на рынке межбанковского кредитования. Кроме того, регулятор направил предложения о заключении аналогичных соглашений еще семи банкам – ВТБ, Газпромбанку, Росбанку, ЮниКредит Банку, Банку Москвы и Альфа-Банку. / Интерфакс-АФИ
- ЦБ РФ изменил методику расчета **международных резервов** для «приведения ее в соответствие с мировой практикой». В состав валютных резервов включены активы Банка России, размещенные в банках-нерезидентах, в уставном капитале которых имеется значительное долевое участие российских банков. По новой методологии, международные резервы России на 31 октября составили \$ 484.6 млрд. / Интерфакс-АФИ

Корпоративные новости

- **Связьинвест** предложил объединить все входящие в него компании в единого оператора. / Интерфакс
- **СКБ-банк** договорился о привлечении кредита Агентства по страхованию вкладов при поддержке Банка России для санации Свердловского Губернского Банка. / РИА Новости
- **Финансовая корпорация «Открытие»** приобретает 100 % акций КБ «Русский Банк Развития» у акционеров банка. Договоренность о совершении сделки была достигнута 6 ноября при участии и поддержке ЦБ РФ и Агентства по страхованию вкладов. / Cbonds

Кредиты

- **ВТБ** одобрил заявку ОАО «Седьмой Континент» на кредит в размере 2.5 млрд руб. под 13-15 % и перевел первый транш – 500 млн руб. / Коммерсантъ
- **ЛУКОЙЛ** просит Внешэкономбанк выделить компании \$ 1.8 млрд для рефинансирования кредитов. Как сказал глава нефтяной компании Вагит Алекперов, сейчас заявка находится в ВЭБе, но решение еще не принято. / Рейтер
- **Северо-Западный Телеком** привлек 3-летний необеспеченный синдицированный кредит объемом \$ 150 млн под LIBOR +275 б. п. Погашение кредита будет производиться ежеквартально равными частями после 15 месяцев со дня подписания соглашения. / РИА Новости
- Акционеры розничной сети «Магнит» одобрили привлечение через свою операционную структуру «Тандер» синдицированного 3-летнего кредита на сумму до \$ 250 млн под ставку не выше LIBOR +400 б. п. Кредит планируется привлечь у BNP Paribas, Commerzbank, ING Bank N.V., Royal Bank of Scotland CJSC и Сосьюте Женераль Восток. / РИА Новости

Ликвидность

- **ЦБ РФ** по итогам аукциона по предоставлению беззалоговых кредитов предоставил банкам 50.307 млрд руб. из предложенных 100 млрд руб. сроком на 5 недель, ставка отсечения составила 9.6%. / Рейтер

Кредитные рейтинги

- Standard & Poor's понизило долгосрочный кредитный рейтинг ОАО «Казаньоргсинтез» с «B-» до «CCC+». Прогноз – «негативный». / S&P

Глобальные рынки

- **Европейский центральный банк** принял решение снизить базовую процентную ставку до 3.25% с 3.75% годовых. / Bloomberg
- **Банк Англии** снизил базовую процентную ставку на 150 б.п. до уровня 3% годовых. / Bloomberg
- **Центральный банк Швейцарии** снизил базовую процентную ставку на 50 б.п. до 2%. / Bloomberg
- **Центральный банк Южной Кореи** понизил базовую процентную ставку на 25 б.п. до 4%. / Рейтер

## Внутренний рынок

### Интерес к надежному и доходному сохраняется

Сегодня ситуация на внутреннем долговом рынке не должна претерпеть значительных изменений. Позитивных поводов для роста стало значительно меньше. Ситуация на денежном рынке снова становится напряженной.

Между тем вчера мы видели покупки в облигациях **Вымпелкома** (YTM- 25.6%) и **МТС** (13.3%). Продолжился рост в облигациях **7Континент-02** (+1.3%). Вчера бумаги закрылись по цене 77.3% от номинала; YTP - 63% годовых к оферте в июне 2009 г.

## Корпоративный сегмент

## ЛИДЕРЫ ПО ОБОРОТАМ (с учётом РПС)

	млн. руб.	Сделок	Bid	Ask	Close	Изм-е, %	Инд. Цена	YTM/YTP	Ch, bp	DTM/DTP	Погаш./Офер.
БанкМоск-1	950	1	99.00	-	95.00	0.40	99.00	17.42	-65	0.65	03.08.09 о
ВК-Инвест1	337	16	84.79	84.80	84.79	-3.40	84.79	25.69	416	0.91	22.01.10 о
ГАЗПРОМ А6	254	36	97.39	97.40	97.40	0.01	97.40	10.91	0	0.66	06.08.09 п
СпортМ-Ф-1	240	1	80.00	-	-	0.00	84.05	6146.40	139 237	0.01	21.11.08 о
ГАЗПРОМ А8	238	5	94.38	94.39	83.03	-6.96	94.39	14.70	336	2.49	27.10.11 п
РЖД-08обл	219	16	88.00	90.99	88.11	-2.39	88.41	14.47	126	2.06	06.07.11 п
ВТБ24 03	144	29	95.20	95.50	95.30	-0.20	95.30	17.83	47	0.47	03.06.09 о
Восточный1	142	12	69.01	74.99	71.00	4.00	71.00	188.51	-4 615	0.17	18.03.09 о
ВТБ - 6 об	138	7	95.35	95.95	95.50	-1.00	95.50	16.56	181	0.58	15.07.09 о
7Контин-02	133	8	75.00	78.00	77.30	1.30	77.30	62.81	-416	0.36	18.06.09 о

## Денежный рынок: ставки подросли

Сегодня ставки overnighnt на денежном рынке подросли до 9.5 -10.0% годовых с вчерашних 6.0 -8.0%. Объем операций валютный своп ограничен 15 млрд. руб., дневного РЕПО - 180 млрд. руб. (против 200 млрд. руб. вчерашних).

Вчера ЦБ провел очередной беззалоговый аукцион на 5 недельный срок. Банки выбрали всего 50.3 млрд. руб. из 150 млрд. руб. возможных, ставка отсечения - 9,6% годовых.

## Банк России: интервенции по доллару в октябре - \$38.55 млрд

Сегодня Центральный Банк опубликовал любопытную статистику валютных интервенций. Отрицательное сальдо по доллару составило \$38.55 млрд (против \$17.2 млрд в сентябре), и 3.43 млрд евро. (против 492.2 млн евро в сентябре).

Изменения объема ЗВР отражают изменения валютных курсов. Так на прошлой неделе многие испугались оптически высокого сокращения ЗВР на 30 млрд. в течение 7-дневного срока, которое включало также снижение курса евро по отношению к доллару США.

Публикуя эту статистику ЦБ, фактически отражает масштабы валютных атак на рубль и объемы оттока капитала. Напомним, что Минфин и ЦБ буквально позавчера вместе заявили о том, что ожидают сокращения оттока капитала. Этот тезис можно будет проверить уже в начале декабря.

## Стратегия на слабом рынке: критерии для выбора бумаг

Рынок облигаций переживает не лучшие времена, но все же предоставляет возможность заработать. При грамотном подходе и контроле рисков позиции в коротких рублевых облигациях могут показать неплохую доходность. О рисках мы говорили не раз. Ниже мы приводим список критериев, которыми можно руководствоваться при принятии решений на рынке рублевых облигаций. Основная рекомендация – все же не резать позиции в коротких бумагах и дожидаться оферт и/или погашения.

Общий фильтр:

- blue chips;
- 2-й эшелон: компании с сильным кредитным профилем и/или поддержкой государства;
- абсолютное понимание рисков компаний.

Отраслевой фильтр:

- blue chips: все, кроме ипотеки (АИЖК);
- 2-й эшелон: все, кроме ипотеки и финансового сектора.

Требование:

- рейтинг эмитента выше или равен «В-» (удовлетворяет новому требованию ЦБ к ломбардному списку);
- дюрация бумаг: строго – меньше 2.0 лет (желательно – меньше 1.5);
- исключение (отдельные бумаги электроэнергетиков, возможно, ГУПы).

Необязательное условие:

- ломбард сейчас;
- котировальный список «А1» сейчас.

Егор Федоров

## Глобальные рынки

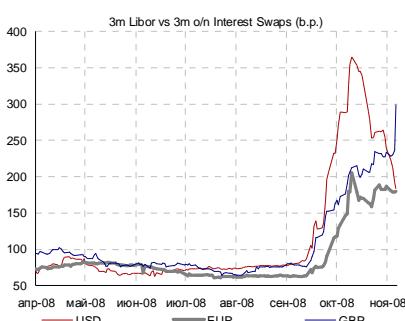
### Глобальные банки агрессивно снижают ставки

Глобальные банки снова снижают ставки, демонстрируя решительность в преодолении финансового кризиса. Банк Англии вчера приятно удивил инвесторов, снизив учетную ставку на 150 б.п. до 3.0% (в то время как ожидалось ее снижение на 50-75 б.п.). Аналогичное решение принял Европейский центральный банк (-50 б.п.) до 3.75%, Банк Швейцарии (-50 б.п.) и Банк Чехии (-50 б.п.) и Дании. Сегодня с утра стало известно, что снижение учетных ставок продолжает Банк Кореи. Регулятор снизил ставку на 25 б.п. до 4.0%. Это уже решение о снижении ставки за последний месяц.

Bloomberg отмечает, что регуляторы снизили учетную ставку ниже уровня инфляции впервые с начала 1980-х и дают понять, что это решение не последнее. Сегодня REUTERS передает слова члена Совета управляющих ЕЦБ Эркки Лииканена (главы ЦБ Финляндии) о том, что на очередном заседании в декабре ставка может быть снова снижена.

На этом фоне ставки на глобальных денежных рынках продолжают снижаться, но не такими быстрыми темпами, как снижаются учетные ставки. Спред LIBOR-OIS, отражающий степень доверия в банковской системе, выросли для валют, выраженных в евро и фунтах.

Действия глобальных центральных банков, похожи на действия врачей в реанимации. Стимулирование денежных рынков привело к снижению ставок, глобальная денежная система накачана деньгами, однако это пока не помогает реальной экономике, которая продолжает «болеть» и уже вошла зону рецессии. Осознание предстоящей рецессии пока депрессивно влияет на финансовые рынки.



### Лицом к лицу с депрессией

Между тем рынки остаются в депрессивном настроении. Кредитная болезнь распространяется на наиболее чувствительные к наличию доступных кредитных ресурсов отрасли экономики, таких как автомобилестроение. Вчера Moody's понизил с «позитивного» на «развивающийся» прогноз рейтингу «A3» третьей по размеру в мире горно-металлургической компании Rio Tinto. Автопроизводители в США и Японии заявляют о наступлении кризиса в их отрасли. Вчера Toyota понизила прогноз по чистой прибыли на 56%, а представители большой тройки заявили о 100 днях, в течение которых должна решиться их судьба. Не без помощи государства, конечно. Крах любого из крупнейших автопроизводителей негативно отразится на рынке труда США и может затронуть до 1.0 млн. человек.

### Рынок труда в США снова в центре внимания

Рынок труда США сегодня станет в центре внимания всех без исключения инвесторов. Значение этих цифр невозможно переоценить. Согласно последним опросам и динамике компонент занятости в уже опубликованных индексах деловой активности статистика рынка труда может оказаться чудовищно разочаровывающей. Сокращение рабочих мест по итогам октября может составить 200 тыс. человек.

Рынок US-Treasuries остается стабильным. **Единственное во что продолжают верить инвесторы - это в облигации Казначейства США и немного в золото.** Доходности us-treasuries остаются стабильными в преддверии публикации ключевых экономических данных и находятся на уровне 3.72%. Уверенность представителей Казначейства в том, что они найдут спрос на дополнительные \$550 млрд., необходимых для финансирования программы TARP внушает уверенность инвесторам. Между тем, мы не разделяем столь уверенный взгляд. **Малейшие трудности при размещении новых выпусков облигаций Казначейства, в рамках программы TARP, могут привести к необратимой реакции на долговых рынках,** а доходности us-treasuries на этом фоне могут взлететь очень сильно.

### Emerging markets: оптимизм исчез

МВФ продолжает оказывать помощь emerging markets. Вчера днем помимо Украины стало известно, что одобрен кредит Венгрии, а Исландия может получить помочь в размере \$6.0 млрд., однако это уже не внушиает оптимизм инвесторам на emerging markets.

Еврооблигации emerging markets на общем негативном фоне вчера снова стали продавать. Индекс EMBI+ снизился почти на 1.0%, а его спред вырос до 612 б.п. Российский сегмент

продемонстрировал снижение, но не столь серьезное - всего на 0.3%. Спред индекса EMBI+ Россия вырос на 4 б.п. до 496 б.п.

### Российский риск: шанс повысить репутацию

Спред EMBI+ Россия к UST-10 сегодня находится на уровне 554 б.п. против минимумов, достигнутых парой дней назад. Мы не раз говорили о том, что перспективы российского рынка будут в значительной степени зависеть от действий государства. Четкое **администрирование политики выплат российскими корпорациями внешних долгов может изменить отношение инвесторов к российскому риску**. Перепроданные вместе с другими корпоративными еврооблигациями бумаги российских эмитентов (в большей степени из нефинансового сектора) остаются одними из самых привлекательных идей (top picks) на рынке корпоративных еврооблигаций emerging markets. Так среди top picks одного из крупнейших игроков на рынке корпоративных еврооблигаций emerging markets Deutsche Bank мы видели такие имена как: **Газпром, Лукойл, Транснефть, Евраз, МТС, Норильский Никель, Северсталь, ТНК-ВР и Вымпелком**.

Со своей стороны мы также могли бы присоединиться к этим рекомендациям. Мы полагаем, что **в течение месяца - двух отношение глобальных инвесторов к российскому риску сможет измениться**, а мы сможем стать свидетелями восстановления рынка российских евробондов.

[Егор Федоров](#)

## Стратегия

### Машиностроение накануне кризиса: мнение Михаила Болотина

Вчера Коммерсантъ опубликовал очередной Business Guide по отрасли «Машиностроение». Наше внимание привлекло интервью Михаила Болотина (основного владельца Концерна «Тракторные заводы» и Курганмашзавода). Ниже мы без комментариев приводим цитаты из его интервью, которые, как нам кажется, говорят сами за себя:

#### В отношении кризиса в экономике и в машиностроении

«Зарплаты платим пока, но скоро могут остановиться практически все сборочные конвейеры. А вообще, реальный кризис начнется в первом квартале. Не только в машиностроении, но в экономике в целом. В машиностроении в первую очередь».

#### Перспективы региональных бюджетов

«Будет дефицит региональных бюджетов. Если в условиях этого дефицита на заводах начнутся сокращения, то в регионах возникнет социальная напряженность».

#### Пути выхода из кризиса, меры поддержки государства

- 1) Прямая адресная поддержка государством отдельных игроков на рынке (путем, вхождения в капитал компаний, покупки долей);
- 2) Второй механизм — госзаказ.
- 3) Третий — политическая поддержка нашего экспорта

#### О личном вкладе

«Если ко мне завтра придут и спросят, что написать в стратегию, я отвечу: поставьте мне задачу, покажите мне рынок, где у меня будет политическая поддержка, и я вам скажу, сколько мне надо денег и в какие сроки я вам сделаю продукт. Стратегия должна заключаться в ответах на вопросы, кому выделить финансирование и какой результат получат инвестор в лице государства, производитель и потребитель».

[Егор Федоров](#)

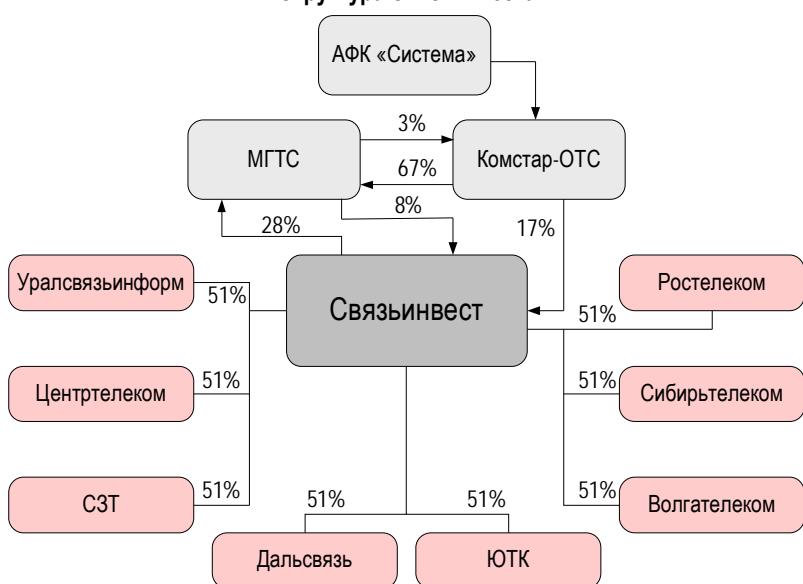
## Активы Связьинвеста могут быть объединены в одну компанию

Вчера на пресс-конференции генеральный директор Связьинвеста Александр Киселев заявил, что одним из сценариев стратегии развития холдинга является объединение всех дочерних компаний в единого оператора связи. Центром объединения, по мнению Киселева, может быть только сам Связьинвест. Стратегия реорганизации холдинга будет представлена Совету директоров, который должен быть сформирован до конца текущего года. Наиболее реалистичным сроком утверждения стратегии является 1-й квартал 2009 г.

Различные варианты реорганизации государственного холдинга «Связьинвест» рассматриваются Правительством с 2007 г. Вариант объединения всех активов в одну компанию также уже обсуждался. Так, представители инвестбанка «КИТ Финанс» предлагали объединить компании холдинга на базе Ростелекома (КИТ Финанс консолидировал порядка 40 % оператора дальней связи).

Не так давно министр связи Игорь Щеголев заявил, что в настоящее время у государства нет необходимости приватизации холдинга. Сейчас Связьинвест владеет долей порядка 51 % в семи МРК и Ростелекоме. Однако 25 % Связьинвеста принадлежит АФК «Система». Таким образом, при переходе на единую акцию государство лишится контроля в холдинге, что будет означать его фактическую приватизацию. Сохранить контроль государство может, выкупив пакет Системы (по данным газеты «Ведомости», основной акционер Системы Владимир Евтушенков уже сделал соответствующее предложение Правительству за \$ 1.9 млрд).

### Структура Связьинвеста



Если государство пойдет на объединение активов Связьинвеста без потери контроля над холдингом, то в этом случае в выигрыше останется Система и ее «дочки». Даже если сумма будет снижена с озвученных \$ 1.9 млрд, дополнительные финансовые средства существенно облегчат положение АФК «Система» и Комстар-ОТС.

Что касается компаний МРК, то объединение семи операторов в единую компанию однозначно позитивно для операторов, обремененных высокой долговой нагрузкой.

*Ростислав Мусиенко*

## Корпоративные новости

## Сибирьтелеком и Дальсвязь: нейтральные результаты за 9 месяцев

Вчера еще две компании МРК – Дальсвязь и Сибирьтелеком – отчитались по РСБУ по итогам 9 месяцев 2008г. Дальсвязь закрепила за собой звание оператора с наименьшей долговой нагрузкой, чего нельзя сказать о Сибирьтелекоме, чистый долг которого достиг 15.7 млрд руб. по итогам 9 месяцев 2008г.

Обе компании продемонстрировали замедление темпов роста выручки, что на фоне растущих расходов вызвало снижение рентабельности на уровне операционной прибыли и EBITDA. Рост расходов был во многом обусловлен ростом расходов по лизинговым операциям.

## Финансовые показатели Дальсвязи, РСБУ, млн. руб.

	9M2007	9M2008	Изменение
Выручка	8 238.8	8 937.4	8.5%
Операционная прибыль	2 320.0	2 286.8	-1.4%
EBITDA	3 293.1	3 336.8	1.3%
Чистая прибыль	1 059.9	1 300.6	22.7%
Операционная рент-тъ	28.2%	25.6%	-2.6%
Рент-тъ по EBITDA	40.0%	37.3%	-2.6%
Чистая рент-тъ	12.9%	14.6%	1.7%

Источники: Дальсвязь

## Финансовые показатели Сибирьтелекома, РСБУ, млн. руб.

	9M2007	9M2008	Изменение
Выручка	19 431.5	20 482.3	5.4%
Операционная прибыль	4 756.8	4 183.9	-12.0%
EBITDA	7 187.8	7 169.2	-0.3%
Чистая прибыль	3 067.2	2 686.2	-12.4%
Операционная рент-тъ	24.5%	20.4%	-4.1%
Рент-тъ по EBITDA	37.0%	35.0%	-2.0%
Чистая рент-тъ	15.8%	13.1%	-2.7%

Источники: Сибирьтелеком

## Финансовые показатели Сибирьтелекома и Дальсвязи, РСБУ, млн. руб.

	Дальсвязь	Сибирьтелеком
Выручка	8 937.4	20 482.3
Операционная прибыль	2 286.8	4 183.9
EBITDA	3 336.8	7 169.2
Активы	16 246.6	40 258.0
Долг	5 439.3	18 043.1
Краткосрочный	1 810.2	5 088.2
Долгосрочный	3 629.2	12 954.9
Чистый долг	5 099.6	15 680.5
СК	7 665.1	16 413.8
Операционная рентабельность	26%	20.4%
Рент-тъ EBITDA	37.3%	35.0%
Долг/Выручка*	45.6%	66.1%
Долг/EBITDA*	1.2	1.9
EBITDA/Проценты	10.8	7.6
Долг/Активы	33%	45%
Долг/СК	0.7	1.1
Долгоср. долг/ Долг	82%	72%

\* в годовом выражении

Источники: Сибирьтелеком, Дальсвязь, оценки Банка Москвы

Если до кризиса все телекомы торговались в узком диапазоне доходности за исключением Дальсвязи и ЮТК, которые раньше были перегружены долгом по сравнению с остальными МРК, то сейчас доходность МРК напрямую зависит от долговой нагрузки оператора и объема краткосрочного долга. Так, выпуск Сибирьтел-7 с офертом в феврале 2010г. сейчас можно легко купить с доходностью 18.8%, тогда как даже более длинный выпуск облигаций Дальсвязи вчера торговался с доходностью около 15%, сейчас оферов по Дальсвязи на рынке нет.

Тем временем, сейчас компании МРК предпринимают активные действия по привлечению рефинансирования:

- СЗТ недавно объявил о привлечении кредита объемом \$150 млн сроком на 3 года, сейчас компания готовит биржевые облигации;
- ВолгаТелеком привлек кредитную линию объемом 630 млн руб. у Сбербанка;

- BSGV недавно выдал кредит Сибирьтелекому на сумму 500 млн руб. на срок три года.

В целом, несмотря на то, что у большинства компаний МРК довольно приличный объем краткосрочного долга (УрСИ, Сибирьтел, Центртел, Волгателеком, ЮТК), а новые кредиты даются непросто, мы не сомневаемся в способности этих эмитентов найти источники рефинансирования в текущих условиях. В крайнем случае, биржевые облигации МРК могут быть выкуплены госструктурами или компании получат кредитную помощь от госбанков.

В то же время, сейчас на рынке мы не видим привлекательных предложений в коротких телекомах, тогда как длинные бумаги все еще подвержены существенному ценовому риску.

Анастасия Михарская

## ТМК: проблема рефинансирования короткого долга решена на четверть

Крупнейший российский трубный холдинг ТМК (B+/Ba3/-) вчера отчитался по МСФО за 1-е полугодие 2008 г.

Наши выводы из анализа этой отчетности следующие:

- Для финансирования покупки американской IPSCO и NS Group в первые 6 месяцев 2008 г. компания набрала почти \$ 1.5 млрд нового короткого долга, включая и однолетнюю майскую синдикацию на \$ 1.2 млрд по ставке от LIBOR+1.5 % до LIBOR+2.85 %, которая на отчетную дату попала в краткосрочные займы. Таким образом, только за полгода общая величина долга компании выросла более чем в 2 раза.
- Для решения вопросов рефинансирования краткосрочной задолженности ТМК в течение первых 2 месяцев лета пыталась разместить длинные еврооблигации на \$ 1.2 млрд. В итоге планы были частично реализованы – в конце июля компании удалось разместить 3-летний евробонд по ставке 10 %, уменьшив его размер в 2 раза – до \$ 600 млн
- В итоге выпуска длинного евробонда долгосрочным фондированием компании, предназначенным для рефинансирования коротких займов, покрывается только около 25 % краткосрочной задолженности Группы (почти \$ 2.5 млрд на середину года). В настоящее время, по словам представителя ТМК, компания ведет переговоры с банками о кредитовании, однако никаких конкретных фактов мы пока не видели. На балансе компании находится всего \$ 100 млн денежных средств.
- С точки зрения относительных показателей долговой нагрузки ТМК смотрится не так сильно, как раньше: только на начало 2008 г. соотношение Чистый долг/EBITDA слегка превышало 1.5x, к середине года этот показатель вплотную приблизился к 4.0x.
- Причина роста долговой нагрузки кроется не только в росте долга, но и в снижении операционной рентабельности, вызванной ростом цен на сталь в 1-й половине года, переносом поставок отдельных видов продукции на неопределенный срок в связи с задержкой ввода крупных проектов Транснефти и нефтегазовых компаний, а также простоем мощностей Тагмета – одного из важных активов Группы. В итоге при росте выручки год к году на 17 % величина EBITDA уменьшилась на 20 %, что привело к падению EBITDA margin с 24.6 % до 17.1 %.
- Важно, что в данной отчетности практически не учитываются финансовые результаты IPSCO, которые стали консолидироваться лишь с середины июня 2008 г. Очевидно, они увеличивают абсолютные объемы выручки и EBITDA Группы, однако, как нам видится, рентабельность сильно не поправят. Более того, на фоне ожидаемого снижения спроса на продукцию мы ожидаем дальнейшей стагнации показателей операционной рентабельности. К сожалению, такие ожидания лишают компанию возможности воспользоваться преимуществами опережающего снижения цен на сталь по сравнению с ценами на трубы.
- Если исходить из прогноза EBITDA самой компании на 2008 год (\$ 1.15-2.0 млрд), долговая нагрузка Группы должна приблизиться к 3.0x в терминах Чистый долг/EBITDA. Невыполнение прогноза компании по EBITDA грозит оставить долговую нагрузку на текущем уровне.
- Мы обращаем внимание на рост величины OCF в анализируемом периоде до \$ 404 млн (фактически равен EBITDA). Основная причина – уменьшение в величине рабочего капитала.
- Меры, предпринимаемые ТМК для изыскания рефинансирования долгов (переговоры о кредитах, снижение CAPEX в 2009 г. до \$ 160 млн), как нам кажется, не смогут радикально помочь компании, поэтому без новых заемных средств ей не

обойтись.

- Ввиду того, что в структуре долга ТМК как минимум \$ 900 млн приходится на внешние займы (евробонд на \$ 300 млн, который гасится в сентябре 2009 г., и часть синдикиации (\$ 600 млн) к погашению в мае 2009 г.), компания потенциально может рассчитывать на деньги ВЭБа. Однако с остатком краткосрочного долга (\$ 1.6 млрд без учета короткого евробонда) вопрос пока остается открытым.
- Принимая в расчет высокие риски рефинансирования и нерешенный вопрос с новыми кредитами, S&P 7 октября 2008 г. уже понизило рейтинг ТМК с «BB-» до «B+». Существует высокая вероятность того, что в ближайшие дни «негативный» прогноз Moody's по рейтингу компании материализуется в даунграйд по итогам публикации отчетности. Отметим, что снижение рейтингов само по себе влечет за собой еще большие трудности в привлечении долга, а это в свою очередь может привести к новым даунграйдам.

Мы находим риски рефинансирования ТМК выше среднего, пока нет информации о возможности кредитования со стороны ВЭБа. Тем не менее, наша логика не распространяется на самый короткий рублевый заем компании на 3 млрд руб. (средневзвешенная цена 94.5 % и доходность почти 25 % к погашению в марте 2009 г.) – мы думаем, что с ним проблем возникнуть не должно.

Евробонды ТМК 09 и ТМК 11, на наш взгляд, закладывают в котировках bid/ask преувеличенные риски. Так, по длинному евробонду котировки уже опустились ниже 50 % от номинала, а индикативная доходность превышает 45 %. В коротком выпуске bid/ask спред колеблется около 60-65 % по номиналу. Несмотря на ухудшение кредитного профиля ТМК, проиллюстрированное выше, мы считаем данный уровень привлекательным для покупок. По крайней мере, доходность в 80 % годовых крайне далека от рыночных фундаменталей.

Леонид Игнатьев

### Ключевые финансовые показатели ТМК по МСФО

МСФО, \$ млн	2005	2006	1П 2007	2007	1П 2008	1П 2008/ 1П 2007, %
Выручка	2 938	3 384	2 030	4 719	2 368	17%
ЕБИТДА	547	781	499	908	405	-19%
ЕБИТ	441	666	431	767	323	-25%
Чистая прибыль	244	441	289	487	230	-20%
Совокупный долг	590	1 026	1 200	1 539	3 169	164%
Чистый долг	543	882	1 130	1 450	3 086	173%
Собственный капитал	1 253	1 771	1 956	2 107	2 312	18%
Всего активы	2 453	3 548	4 039	4 676	7 823	94%
OCF	350	430	87	324	404	364%
Capex	-	339	255	662	459	80%
ЕБИТДА margin (%)	18.6%	23.1%	24.6%	19.2%	17.1%	
Чистая рентабельность (%)	8.3%	13.0%	14.2%	10.3%	9.7%	
ЕБИТДА/проценты (x)	7.0	10.2	13.5	9.8	5.1	
Долг/ЕБИТДА (x)	1.1	1.3	1.2	1.7	3.9	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.0	1.1	1.1	1.6	3.8	
Долг/Активы (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	
Долг/Собственный капитал (x)	0.5	0.6	0.6	0.7	1.4	
Долгосрочный долг/ Долг (%)	28%	64%	45%	33%	22%	

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

## Кредитные рейтинги

### S&P ожидаемо снижает рейтинг Казаньоргсинтеза

Вчера рейтинговое агентство S&P снизило рейтинг КОС с В- до CCC+, оставив по нему «негативный» прогноз. Такое рейтинговое действие было осуществлено в отношении евробонда компании \$200 млн.

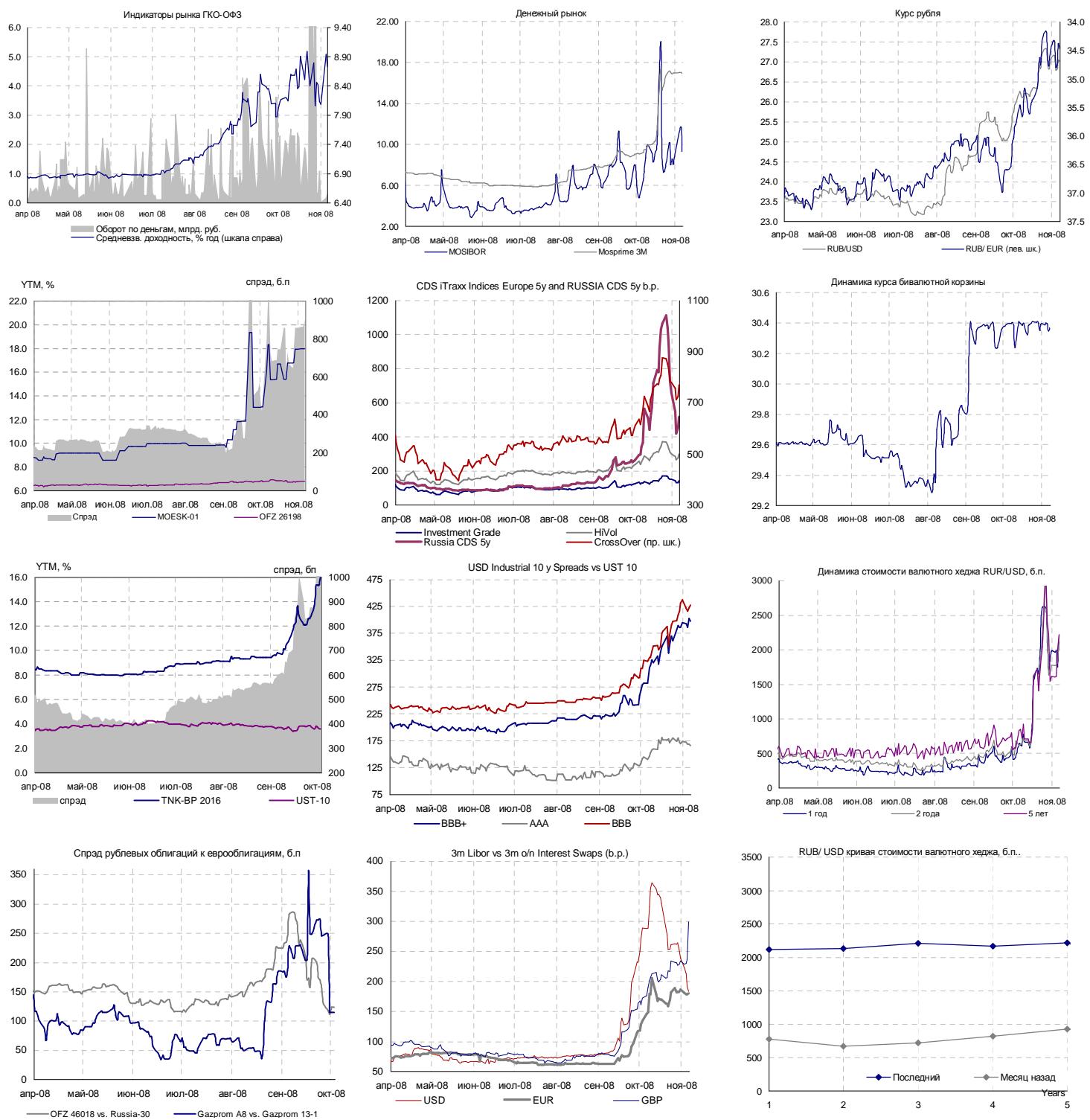
Такая реакция S&P нам кажется вполне ожидаемой и оправданной, особенно после публикации полугодовой отчетности КОСа. Мы анализировали ее в ежедневном обзоре от 22 октября 2008 г. и полагали, что она не останется незамеченной для рейтинговых агентств.

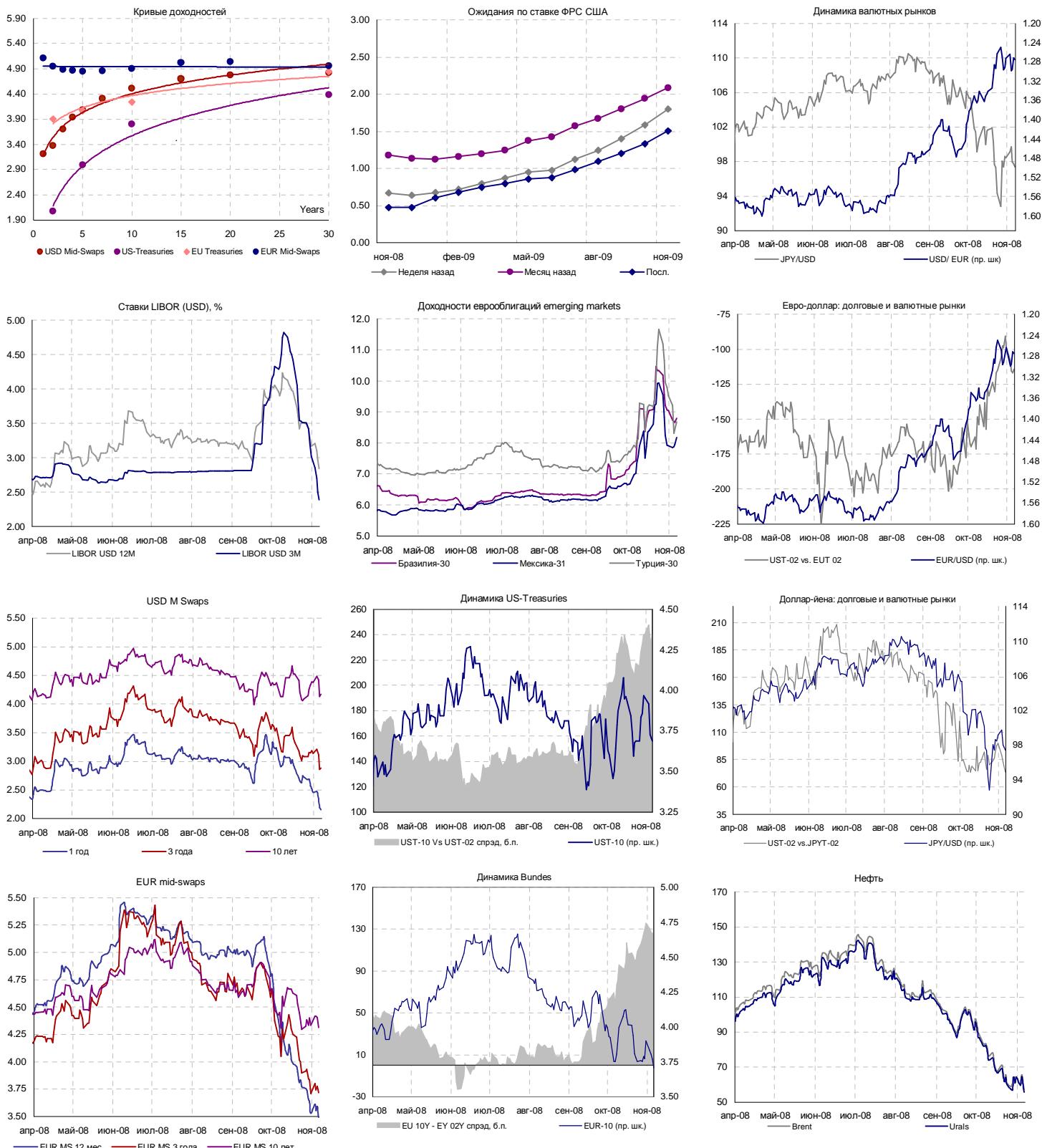
Аргументация S&P неоригинальна и касается вопросов очень вероятного нарушения ковенантов по еврооблигациям и очень высоким рискам рефинансирования для компании. Мы ожидаем, что вскоре мы увидим аналогичное действие и от Fitch. Любопытно, что КОС с рейтингом CCC+, похоже, является самым низкорейтинговым российским эмитентом еврооблигаций на сегодняшний момент (мы не берем в расчет эмитента CLNa металлтрейдера Комтех).

На наш взгляд, самым важным последствием рейтингового действия S&P является дополнительное уменьшение возможностей для компании в привлечении нового долга, особенно иностранного, так как, очевидно, что рейтинг и перипетии с ним остаются важным аргументом для кредиторов. Таким образом, для КОСа повышаются предпосылки рассчитывать на акционерную поддержку со стороны основного акционера – татарстанского холдинга ТАИФ, а кроме того, еще большее ослабление конкурентных позиций КОСа увеличивает шансы перехода КОС под эффективный контроль Газпрома. Однако пока фактор акционерной поддержки в кредитоспособность КОСа мы бы закладывать не стали.

Цена евробонда KZOS 2011 в последнее время опустилась ниже 50%, и это заставляет нас усомниться, в том, что держатели выпуска согласятся на повторный пересмотр ковенантов Долг/EBITDA. Мы рекомендуем держателям облигаций не сокращать позиции в них и голосовать против пересмотра ковенантов. Прочим инвесторам мы бы рекомендовали не вкладываться в бумаги KZOS 2011, так как велик риск дальнейшего проседания котировок.

*Леонид Игнатьев*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### СЕГОДНЯ

20.11.08	Очередное заседание ЕЦБ.
03.12.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
04.12.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
04.12.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
16.12.08	Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

## КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	СОРУС КАП1	1 200	Оферта	100	1 200
СЕГОДНЯ	Терна-Ф 02	1 500	Оферта	100	1 500
10.11.2008	ДымКолбПр1	800	Оферта	100	800
10.11.2008	Таттел.с.В	1 500	Оферта	100	1 500
10.11.2008	Центр-инв1	1 500	Оферта	100	1 500
11.11.2008	Открытие01	25	Погаш.	-	25
12.11.2008	ПТПА-Ф1	500	Оферта	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	Прошлое значение	Фактическое значение
15.10.08	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	сен.08	-0.4%	-0.9%	-0.4%
15.10.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI)	сен.08	0.2%	0.2%	0.2%
15.10.08	Розничные продажи (Retail sales), m-t-m	сен.08	-0.7%	-0.3%	-1.2%
15.10.08	Retail sales, исключая автомобили, m-t-m	сен.08	-0.3%	-0.7%	-0.6%
16.10.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	сен.08	0.1%	-0.1%	0.0%
16.10.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	сен.08	0.2%	0.2%	0.1%
16.10.08	Индекс промышленного производства	сен.08	-0.8%	-1.1%	-2.8%
17.10.08	Количество новостроек, тыс.	сен.08	872.0	872.0	817.0
17.10.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	сен.08	840.0	857.0	786.0
14.10.08	Продажи на вторичном рынке жилья	сен.08	4 920.0	4 910.0	5 180.0
27.10.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	сен.08	450	452	464
29.10.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	сен.08	-1.1%	-4.5%	0.8%
30.10.08	Прогнозная оценка ВВП (GDP-advance)	3 кв. 2008	-0.5%	2.8%	-0.3%
31.10.08	Индекс потребительских расходов (PCE core)	сен.08	0.1%	0.2%	0.2%
03.11.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	окт.08	41.00	43.5	38.90
05.11.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	окт.08	47.00	50.2	44.40
СЕГОДНЯ	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	окт.08	6.3%	6.1%	
СЕГОДНЯ	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непроизводственном секторе (Non-farm payrolls)	окт.08	-200 000	-159 000	

## Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	YTP/ YTM (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					



## Контактная информация

### 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)

#### Экономика

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

#### Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@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)

#### Химическая промышленность

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

#### Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

[Hamrakulov\\_DE@mmbank.ru](mailto:Hamrakulov_DE@mmbank.ru)

#### Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@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)

Игнатьев Леонид

[Ignatieve\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatieve_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 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 ценных 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. Известирование 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, выдергивая 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.