

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	39.57	-1.97	-4.74	Evraz' 13	54.20	-1.45	27.60	50
Нефть (Brent)	41.07	-2.02	-4.69	Банк Москвы' 13	-	0.00	21.02	1
Золото	855.25	-14.75	-1.70	UST 10	115.59	1.08	2.04	0
EUR/USD	1.4226	0.00	-0.10	РОССИЯ 30	85.76	1.99	10.24	-37
USD/RUB	27.765	0.27	0.98	Russia'30 vs UST10	820			-23
Fed Funds Fut. Prob дек.08 (-0.25%)	15%	0.00%		UST 10 vs UST 2	140			-5
USD LIBOR 3m	1.53	-0.05	-3.33	Libor 3m vs UST 3m	158			1
MOSPRIME 3m	22.00	0.00	0.00	EU 10 vs EU 2	112			1
MOSPRIME o/n	8.67	-0.16	-1.81	EMBI Global	747.11	-1.05		-8
МВБР, %	8.19	-0.32	-3.76	DJI	8 605.0	-2.49		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1240.20	159.70	-11.30	Russia CDS 10Y \$	710.29	-1.76		13
Сальдо ликв.	-310.4	-37.40	13.70	Gazprom CDS 10Y \$	957.22	-0.79		-8

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Новые, но ожидаемые «сюрпризы»: Московская область под прессингом
 Денежно-валютный рынок: временная стабильность
 Оферты: есть вопросы

Глобальные рынки

Рынки ждут новых решений от ФРС

Корпоративные новости

ВБД рассчитывает только на себя
 МиГ: нескорая помощь?
 Ровная отчетность АФК «Система» за 9 месяцев 2008 г. по US GAAP
 Мечел: текущие реалии и оптимистичные прогнозы на 2009 г.

Новости коротко

Ключевые новости

- Standard & Poor's понизило рейтинг Московской области РФ до частичного дефолта - «SD» - с «В-», поскольку область отказалась выполнять обязательства по гарантированной ею оферте по облигациям Московского областного ипотечного агентства (МОИА), ссылаясь на арест этих бумаг. Сегодня в 14.00 по московскому времени агентство проведет телеконференцию, посвященную рейтинговым действиям агентства в отношении Московской области. / Пресс-релиз S&P
- Банк России включен в состав участников торгов фондовой биржи ММВБ. Правила проведения торгов по ценным бумагам предусматривают два новых режима торгов, в которых и будут заключаться сделки РЕПО с Банком России на фондовой бирже ММВБ: режим торгов "РЕПО с Банком России: Аукцион РЕПО" и "РЕПО с Банком России: фиксированная ставка". В данных режимах торгов сделки РЕПО будут заключаться по ценным бумагам, включенным в ломбардный список ЦБ. /Прайм-ТАСС
- Правительственная комиссия по поддержанию устойчивого развития экономики на заседании 23 декабря 2008 г. должна утвердить перечень системообразующих предприятий и меры их господдержки, сообщил первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов. По его словам, общее количество предприятий, которые предполагается поддерживать, составляет около 500 (200 – федерального уровня и 300 – регионального уровня). / Интерфакс
- Банк Японии понизил процентную ставку с 0.3% до 0.1%. /Прайм-ТАСС

Экономика РФ/ Денежный рынок

- n **Минэкономразвития прогнозирует экономический спад в России до середины 2009 года.** Согласно базовому сценарию министерства, по итогам года в стране все же ожидается экономический рост на уровне 2.4 %, заявил замминистра экономического развития Сергей Клепач. / Reuters
- n Россия может выдать Исландии кредит в объеме \$ 500 млн, заявил замминистра финансов Дмитрий Панкин. / Reuters

Корпоративные новости

- n Инвестиционная программа **Газпрома** на 2009 год может быть сокращена до 720 млрд руб., заявил в первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов. Позже представитель первого вице-преьера уточнил, что инвестпрограмма Газпрома составляет 920 млрд руб., а сокращение до 720 млрд руб больше не обсуждается. По словам Шувалова, Газпром просит кредитный ресурс в долларах и рублях в размере 150 млрд. руб. Вопрос о предоставлении кредитного ресурса будет решаться по итогам 2008 года./ Интерфакс
- n **Газпром** рассматривает возможность привлечения кредита у Внешэкономбанка, заявил в четверг глава компании Алексей Миллер. При этом он отметил, что привлеченные средства не планируется использовать для финансирования инвестиционной программы. / Reuters
- n **ОАО «Авиакомпания «Сибирь»** нуждается всего в 3.8 млрд руб из выделенных государством на поддержку российских авиакомпаний 30 млрд руб., заявил гендиректор компании Владислав Филев. / ПРАЙМ-ТАСС
- n За первые две недели декабря **Сбербанк** привлек 42 млрд руб депозитов физических лиц. / Пресс-релиз Сбербанка
- n **РЖД** привлечет 41.5 млрд руб в ходе допэмиссии акций в пользу государства. / Прайм-ТАСС

Проблемы эмитентов

- n Альфа-банк направил иск к РБК в Международный коммерческий Арбитражный суд при ТПП. Сумма иска - \$41.78 млн плюс проценты в размере \$25 тыс. Причина обращения в суд - нарушение РБК обязательств по форвардным сделкам с ценными бумагами и валютой. Альфа-банк и РБК заключили две такие сделки на \$130 млн в марте 2008 г. сроком на год. /Ведомости

Кредиты/ займы

- n S&P понизило кредитный рейтинг **ОАО «Московская областная инвестиционная трасовая компания» (МОИТК)** с «CC» до «SD», что указывает на выборочный дефолт. Понижение рейтинга МОИТК до «SD» обусловлено тем, что компания не погасила вовремя два банковских кредита (не имеющих рейтингов) на сумму 4 млрд руб./ Пресс-релиз S&P
- n S&P понизило рейтинг российского импортера и дистрибьютора фруктов JFC Group Co. Ltd. — с «B-» до «CCC+». Прогноз изменения рейтингов — «негативный». Понижение рейтингов обусловлено ухудшением позиций ликвидности JFC в связи со значительным риском невыполнения ковенантов по трехлетнему синдицированному кредиту объемом \$150 млн. Ранее компания уже нарушала ковенанты по привлеченному синдицированному кредиту, но ей удавалось договориться с организаторами синдиката об отказе от предъявления указанного требования./ Пресс-релиз S&P
- n Fitch Ratings понизило рейтинг приоритетного транша обеспеченных активами облигаций Russian Factoring No. 1 S.A. на сумму 5 млрд. руб. на 6 ступеней с уровня «BBB» до «B» и оставило рейтинг в списке Rating Watch «Негативный». Понижение рейтингов отражает резкое сокращение поступлений по портфелю дебиторской задолженности в сочетании с ухудшением кредитоспособности компании **Еврокоммерц**. / Пресс-релиз Fitch
- n S&P изменила прогноз по рейтингу «BB-» присвоенному компании Delance Ltd. (ХК группы «**РОЛЬФ**») со «стабильного» на «негативный». Одновременно S&P подтвердило все рейтинги компании. Пересмотр прогноза обусловлен ухудшением прогноза по российскому рынку автомобилей и недавним решением правительства повысить импортные пошлины на новые автомобили с 25 до 30%./ Пресс-релиз S&P

Оферты/ купоны/ погашения/ размещения

- n **Группа «РАЗГУЛЯЙ»** разместила биржевые облигации серии БО-14 на 500 млн рублей по цене 93,26% от номинала. / Cbonds
- n **Инвестиционный банк КИТ Финанс** 18 декабря полностью погасил выпуск облигаций серии 01 на общую сумму 2 млрд руб./ Cbonds
- n **ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»** 25 декабря разместит ипотечные облигации класса «А» и «Б» на общую сумму 11.3 млрд руб./ Cbonds
- n **ОАО «АРТУГ»** погасил дебютные облигации на 500 млн руб./ Cbonds

Внутренний рынок

Новые, но ожидаемые «сюрпризы»: Московская область под прессингом

Сегодня ключевой новостью, безусловно, стало вчерашнее снижение рейтингов Московской области агентством S&P до уровня «SD», что означает выборочный дефолт. Действие связано с неисполнением гарантии по выпуску облигаций МОИА-03 (5.0 млрд. руб.). Несколькими часами раньше рынок узнал об аналогичном решении в отношении другой, связанной с Московской областью компанией (МОИТК), в связи с просрочкой по двум банковским кредитам. S&P действует согласно установленной методологии и формально имело все основания снизить рейтинг.

В этой связи мы ожидаем сильное давление на котировки облигаций Московской области. Есть риск, что Банк России исключит облигации из ломбардного списка, что сделает их абсолютно непривлекательными для банков, которые фондируются под облигации области. Мы надеемся, что этого все же не случится, по крайней мере, до того момента, пока другое агентство – Moody's держит рейтинг Московской области на уровне B1.

К сожалению, мы вынуждены исключить облигации Московской области из расчета семейства индексов рублевых BMBI.

Несмотря на негативные новости вокруг Московской области, активность на вторичном рынке остается высокой, изменения котировок в основном отрицательные.

Биржевые торги отдельными бумагами

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25059	135.41	314	41000.0	19.01.2011		87.10	-2.08	13.95
ОФЗ 25060	112.95	22	41000.0	29.04.2009		98.95	0.15	9.06
ОФЗ 46014	599.52	2	58289.9	29.08.2018		79.93	-16.74	14.30
ВК-Инвест1	123.71	15	10000	19.07.2013	22.01.2010	93.50	7.22	16.33
ГАЗПРОМ А7	418.60	6	5000	29.10.2009		94.70	0.10	13.93
ЖК-Финанс1	484.83	519	1000	24.12.2009		98.90	4.11	22.97
ЛукойлЗобл	126.75	6	8000	08.12.2011		84.70	-7.93	13.98
МИА-5об	131.51	8	2000	17.07.2014	23.07.2009	87.15	7.59	40.04
МотовилЗ-1	115.38	6	1500	22.01.2009		97.45	-0.03	41.85
НСХфинс01	201.50	1	1000	15.12.2011	18.06.2009	-	0.00	18.11
ОГК-2 01об	124.56	18	5000	05.07.2010		78.00	-1.89	27.51
ПЧРБ-Фин1	184.00	2	1250	09.03.2011	11.03.2009	92.00	1.43	62.99
РуссНефть1	6971.49	301	7000	10.12.2010	11.12.2009	70.00	-25.53	63.40
Солидарн-2	336.60	15	950	20.04.2010	21.04.2009	93.00	-1.20	42.11
ТГК-10 об1	621.01	10	3000	17.06.2010	18.06.2009	93.75	0.81	22.63
ТГК-6Инв-1	216.86	26	2000	21.02.2012	24.02.2009	96.00	-0.01	37.19
ЮТК-03 об.	203.95	67	3500	10.10.2009		90.70	-1.41	22.33
ЮТК-03 об.	203.95	67	3500	10.10.2009		90.70	-1.41	22.33

Источники: ММВБ, расчеты аналитического департамента Банка Москвы

Вчера мы предположили, что высокая активность связана с предновогодней активностью инвесторов (более вероятный фактор) и решением некоторых банков переложиться в рублевые бонды (менее вероятный фактор – на рынок продолжает негативно влиять ослабление курса рубля).

Сегодня активность вырастет в силу других причин. Вчера состоялось исполнение довольно большого количества оферт. Сегодня часть средств от оферт, возможно, вернется на рынок в виде покупок наиболее ликвидных, коротких облигаций первого эшелона. Не исключено, что часть средств от продаж облигаций Московской области пойдет на покупку бумаг из первого эшелона.

Егор Федоров

Денежно-валютный рынок: временная стабильность

Курс рубля к бивалютной корзине сегодня немного укрепился, после того как евро сдал свои позиции. Сегодня курс составляет около 32.9 рублей за единицу бивалютной корзины.

На денежном рынке ставки находятся на обычных для последнего времени уровнях. Ставки overnight – в районе 7.0 - 8.0% годовых, ставки на 3 месяца - 17 - 22.0% годовых.

Ставки по контрактам NDF на RUB/USD продолжают отражать ожидания по девальвации рубля против доллара. Ставки на один месяц составляют порядка 36 - 55% годовых, на 3 месяца - 43 - 47%.

Остатки на депозитах и корсчетах в ЦБ сегодня составляют 1218 млрд руб. (-42 млрд. руб.). Отрицательное сальдо составляет 285 млрд. руб. по сравнению с 310 млрд. руб. днем ранее.

Оферты: есть вопросы

Из оферт, исполнение которых было назначено на вчерашний день, мы точно можем сказать, что были с успехом пройдены оферты по выпускам РуссНефть-01 (компания сообщила, что перевела средства) и ПО УОМЗ (объем сделок в рамках оферты – 98.5% от объема выпуска). По выпуску ЖК-Финанс-01 состоялось исполнение первой части оферты. Объем сделок – 484.7 млн. руб. (48.5% от выпуска). Выпуск ОГК-03 совсем неликвидный, вряд ли бумаги были на руках у простых рыночных инвесторов. Однако пока мы не видели никакого сообщения относительно исполнения оферты. Мы также ничего не знаем о судьбе выпуска СРЗ-Финанс-01. Группа «Разгуляй» сегодня сообщила о досрочном погашении биржевых бумаг третьей серии. На сегодня назначено исполнение оферт по 4-м выпускам: Бразерск-К-01, ЛЭКСтрой-01, ПРОВИАНТ-01 и ЮТЭйр-Финанс-03.

Исполнение оферт

Дата исполнения	Выпуск	объем, млн. руб.	прежний купон, %	новый купон, %	разница	Цена оферты	по цене 100 %	% от объема выпуска
17 дек 08	КондитК01	750	14.00%	18.00%	4.00%	100.0%	518.0	69.1%
17 дек 08	Топкнига-2	1 500	10.51%	20.00%	9.49%	100.0%	387.0	25.8%
17 дек 08	УЗПС 01	1 500	10.00%	10.00%	0.00%	100.0%	7.7	0.5%
17 дек 08	ХолдингК-1	350	15.00%	15.00%	0.00%	100.0%	?	?
18 дек 08	ЖК-Финанс1	1 000	16.00%	20.00%	4.00%	100.0%	484.7	48.5%
18 дек 08	ОГК-3 об-1	3 000	7.00%	8.20%	1.20%	100.0%	?	?
18 дек 08	ПО УОМЗ	1 000	9.40%	16.50%	7.10%	100.0%	984.5	98.5%
18 дек 08	Разг.БО-03	500	0.00%	-	-	100.0%	погашены	погашены
18 дек 08	СРЗ-Фин 01	600	14.00%	18.00%	4.00%	100.0%	?	?
18 дек 08	РуссНефть1	7 000	9.25%	12.00%	2.75%	100.0%	6971.5	99.6%
19 дек 08	Бразерск 1	500	15.00%	15.00%	0.00%	100.0%		
19 дек 08	ЛЭКСтрой-1	1 500	13.00%	15.00%	2.00%	100.0%		
19 дек 08	ПРОВИАНТ-1	1 000	13.50%	14.30%	0.80%	100.0%		
19 дек 08	ЮТЭйр-Ф 03	2 000	10.40%	16.00%	5.60%	100.0%		

Источники: Cbonds, Rusbonds, ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Егор Федоров

Глобальные рынки**Рынки ждут новых решений от ФРС**

За последние два дня пока мы писали о глобальных тенденциях, рынок пережил последствия объявления ФРС о старте политики количественного смягчения, что вызвало резкий спекулятивный рост евро. Вчера был достигнут локальный максимум относительно доллара - 1.472. Сегодня евро снижается примерно теми же темпами и находится чуть выше отметки 1.4 за доллар.

Политика "quantitative easing" опустила доходности UST до исторических минимумов. Самыми чувствительными к объявленной политике ФРС оказались доходности долгосрочных UST. За последние два дня их доходность снизилась еще на 20 б.п. как у 30-летних (до 2.55%), так и у 10-летних (теперь 2.1%). Доходности 5-летних бумаг остались на том же уровне - 1.3%, доходности 2-х летних бумаг даже чуть подросли с 0.65% до 0.7%.

Еврооблигации EM растут на фоне снижения доходностей базовых активов. Индекс EMBI+ вчера прибавил 1.2%, а спрэд снизился на 11 б.п. до 712 б.п. Индекс EMBI+ Россия демонстрирует хороший рост в последние дни. Вчера субиндекс EMBI+ Россия прибавил 2.17%, а спрэд сузился на 35 б.п. Спрэд еврооблигаций Россия-30 к UST-10 находится на уровне 810 б.п.

Спрэды CDS российских эмитентов изменяются разнонаправлено. CDS ВТБ (5 лет) вчера вырос почти на 30 б.п. до 1156 б.п., а за последнюю неделю - на 51 б.п. CDS Газпрома остается стабильным на уровне 960 б.п., CDS России (5 лет) также стабилен, текущий уровень - около 740 б.п.

Егор Федоров

Корпоративные новости

ВБД рассчитывает только на себя

Вимм-Билль-Данн вчера опубликовал финансовые результаты по итогам 3-го квартала. Маржа компании год к году продолжает снижаться, однако, несмотря на это, компания пока обладает хорошей финансовой прочностью и способна погасить часть краткосрочного долга (третий выпуск облигаций) за счет собственных ресурсов.

ВБД: Основные финансовые показатели, US GAAP, \$ mln

	9М 2007	9М 2008	г-к-г, %
Выручка	1758.3	2194.1	24.8
молоко	1328.7	1630	22.7
напитки	310.6	372.5	19.9
детское питание	119	191.6	61
Валовая прибыль	578.4	707	22.2
Валовая рент-ть	32.90%	32.2 %	
молоко	30.1 %	29.1 %	
напитки	40.4 %	38.6 %	
детское питание	44.4 %	46.6 %	
S&D, % от продаж	16.0 %	16.7 %	
G&A, % от продаж	7.4 %	6.2 %	
ЕБИТДА	229.4	282.7	23.2
Рент-ть ЕБИТДА	13.0 %	12.9 %	
	2007	6М 2008	9М 2008
Выручка	2 438.3	1 492.1	2 194.1
Валовая прибыль	783.4	470.4	707.0
ЕБИТДА	300.5	183.8	282.7
ЕБИТ	214.0	126.0	193.6
Активы	1 533.1	1 837.6	1 720.2
СК	673.1	785.3	865.3
Долг	539.4	668.3	643.8
Краткосрочный	398.8	258.0	244.7
Долгосрочный	140.6	410.3	399.1
Долгоср. долг/ Долг	26%	61%	62%
Валовая рент-ть	32.1%	31.5%	32.2%
Рент-ть ЕБИТДА	12.3%	12.3%	12.9%
Рент-ть ЕБИТ	8.8%	8.4%	8.8%
Долг/ЕБИТДА	1.8	1.8	1.7
Чистый долг/ЕБИТДА	1.7	1.4	1.3
ЕБИТДА/Проценты	17.8	15.6	7.7
Долг/Активы	35.2%	36.4%	37.4%
Долг/Выручка	22.1%	22.4%	22.0%

- Выручка ВБД за 9 месяцев выросла на 25 %, составив \$ 2 194 млн. Максимальный рост, как обычно, показал сегмент детского питания (+ 61 %).

- Продажи в молочном сегменте увеличились на 23 % до \$ 1 630 млн. Темпы роста продаж в молочном сегменте, на который приходится 74 % выручки компании, продолжают стагнировать из квартала в квартал: в 3-м квартале продажи увеличились всего на 12 % по сравнению с 24%-ным ростом во 2-м квартале.

- Выручка в сегменте напитков достигла \$ 372 млн, увеличившись на 20 % за счет роста объемов и цены. По данным компании, темпы роста продаж соков J-7 опережают показатели других брендов, что доказывает эффективность усилий компании по обновлению дизайна упаковки J-7.

- Валовая рентабельность за 9 месяцев снизилась с 32.9 до 32.2 %, что обусловлено падением маржи в молочном сегменте из-за роста цен на сырье, а также снижением рентабельности в сегменте напитков вследствие роста цен на соковые концентраты.

- Показатель ЕБИТДА увеличился на 23 % до \$ 282.7 млн при рентабельности 12.9 % против 13 % в прошлом году: снижение валовой маржи было компенсировано снижением доли административных расходов к выручке. Доля коммерческих расходов возросла с 16 до 16.7 %.

- Объем чистого долга снизился до \$ 506 млн по сравнению с \$ 520 млн на конец 2-го полугодия 2008 г. Менеджмент заявил о намерении самостоятельно погасить долг, если компании не удастся привлечь рефинансирование по приемлемым ставкам.

- Операционный денежный поток ВБД по итогам 3-го квартала составил \$ 168 млн, из которых \$ 155 млн было направлено на капитальные расходы. При условии, что компания сократит свой CAPEX в 2009 г., ВБД не должно составить особого труда погасить выпуск облигаций объемом 5 млрд руб. (\$ 180 млн) в ходе оферты в марте.

Резюме

Представленные результаты выглядят достаточно позитивно, однако не слишком показательны по нескольким причинам.

- Во-первых, они не учитывают потенциально более слабый 4-й квартал. Мы считаем, что риски снижения спроса на продукцию ВБД существуют, особенно учитывая, что около 60 % выручки в молочном сегменте приходится на продукцию с добавленной стоимостью.
- Во-вторых, валовая маржа должна пострадать от девальвации рубля – часть затрат компании номинирована в долларах и евро (по нашим оценкам, это около 40 % себестоимости).
- В-третьих, логично предположить, что снижение объема инвестиций может привести к замедлению темпов роста бизнеса ВБД.

Таким образом, операционный денежный поток компании в следующем году может сократиться. Тем не менее, на сегодняшний день ВБД по-прежнему остается одним из наиболее устойчивых эмитентов. Мы оцениваем риски дефолта по долгу компании как невысокие, о чем в частности свидетельствуют котировки облигаций компании. Так, выпуск ВБД-3 к оферте предлагает доходность всего в 13 % годовых и торгуется по цене 99.2 % от номинала.

Анастасия Михарская

МиГ: нескорая помощь?

Как сообщает Коммерсантъ, вчера был утвержден план финансового оздоровления РСК МиГ, главный пункт которого – увеличение уставного капитала компании на 15 млрд руб. в январе 2009 г. Кроме того, новым гендиректором РСК назначен Михаил Погосян (сохранит за собой аналогичную должность в холдинге «Сухой»), который ранее называл господдержку МиГа главным условием своего назначения. К сожалению, издание не приводит деталей других мер по санации МиГа – сказано лишь, что они включают увеличение годового выпуска самолетов до 40 в год, продажу непрофильных активов и снижение операционных расходов.

Напомним, что сейчас МиГ находится в состоянии технического дефолта – 11 декабря компания не смогла выкупить по оферте облигации на сумму 2.9 млрд руб. (то есть фактически выпуск в полном объеме). Мы ожидали предоставления скорой финансовой помощи в виде кредита одного из госбанков, к тому же накануне оферты эмитент сменил платежного агента с МДМ-Банка на Сбербанк. Как показывает практика, в эти «смутные времена» смена агента, как правило, косвенно указывает на источник возможных поступлений средств и намерение эмитента исполнить оферту.

Однако наши ожидания пока не оправдались – похоже, что государство не торопится оказать скорую помощь МиГу, однако заинтересовано в долгосрочной поддержке компании, нежели чем в разовом вливании ликвидности. Повышение капитализации поможет компании расплатиться по коротким долгам, и в то же время призвано продемонстрировать долгосрочную заинтересованность государства в активе, а значит облегчить задачу по самостоятельному привлечению кредитов в случае размораживания кредитного рынка. Кстати, поскольку никакой другой информации о предоставлении ликвидности компании пока не поступало, для держателей дефолтных облигаций МиГ-Ф 02 это означает, что заем будет погашен только после допэмиссии, если, конечно, эмитент не получит бридж под формально уже выделенные на компанию средства.

Стоит признаться, нас немного смущает неторопливость при решении вопросов по поддержке государством своих стратегических активов. Судя по котировкам бумаги, на какой-то момент у рыночных участников и вовсе возникли сомнения в том, что эта поддержка будет оказана. Весьма вероятно, что задержка с принятием решения объясняется высокой загруженностью антикризисных рабочих групп и физической невозможностью решения всех проблем одновременно. Тем не менее, если на решение вопроса о капитализации стратегически важного актива со 100%-ной долей государства ушло так много времени, нам сложно представить, сколько же будет ждать помощи государства менее приоритетный актив.

Анастасия Михарская

Ровная отчетность АФК «Система» за 9 месяцев 2008 г. по US GAAP

Вчера холдинг АФК «Система» отчитался за 9 месяцев 2008 г. по стандартам US GAAP. Опубликованные результаты оказались очень ровными, а в части долговой нагрузки и операционной рентабельности показатели за отчетный период являются почти полной калькой с итогов за 9 месяцев 2007 г. и 2007 г. Если говорить в целом, то EBITDA margin Группы составила 36%, а уровень Чистый долг/EBITDA не представляется пугающим (менее 1.5x). Если углубляться в детали, то вот что показалось нам наиболее важным:

- **Большая доля валютных долгов в кредитном портфеле Системе** (около 63% долга) уже привела к значительным потерям по курсовым разницам. Только за 3 кв. 2008 г. эти расходы превысили \$335 млн и понятно, что в 4 кв. 2008 г. они будут еще выше и значительно уменьшат чистую рентабельность. Значительный валютный риск будет сохраняться и материализовываться до тех пор пока Система не получит средств от ВЭБ на рефинансирование.
- Если **вклад телекоммуникационного сегмента Системы** в общую выручку немного снизился (до 71%), то на уровне EBITDA его доля по-прежнему близка к 100%. Это означает, что остальные активы не генерируют положительного денежного потока и только размывают операционную рентабельность Группы.
- Совокупный **долг холдинга** составил \$9.4 млрд при наличии на балансе денежных средств и эквивалентов на сумму \$1.2 млрд. Характерно, что как и в случае с рентабельностью нетелекоммуникационные активы «тянули Систему вниз». Так, с начала 2008 г. задолженность телекоммуникационных активов Системы выросла на 8 %, тогда как рост долгов направлений «Потребительские активы» и «Высокие технологии» составил 55 % и 65 % соответственно.
- Теоретически **операционный денежный поток** компании в размере \$3.0 млрд вкпе с остатками денежных средств полностью покрывает сумму долга, подлежащую к уплате в течение 4 кв. 2008 г. – 3 кв. 2009 г. Таким образом, потребность в госпомощи по рефинансированию долгов, очевидно, объясняется неравномерным графиком погашения краткосрочных обязательств и ожиданиями чистых оттоков денежных средств у ряда компаний Группы.

Мы считаем, что по-настоящему заметное значение для кредитоспособности АФК «Система» будут иметь следующие вещи:

- **Удовлетворение заявки на средства ВЭБа.** Напомним, что в конце ноября 2008 г. бенефициар Системы Владимир Евтушенков говорил о желании занять \$2.0 млрд. Пока же Группа получила от ВЭБа только \$230 млн на рефинансирование долгов Ситроникса.
- **Готовность государства выкупить** у Группы блокирующий пакет акций в **Связьинвесте.**
- Положительные подвижки в части **продажи непрофильных и/или нерентабельных активов** холдинга (в частности, Система-Галс).

Еврооблигационный выпуск Sistema 2011 (26.6%) дает почти 10 п.п. премии над выпусками MTS схожей дюрации. Однако мы не видим повода для покупки еврооблигаций холдинговой компании, мотивируя это почти 2-летней дюрацией бумаги.

Леонид Игнатьев

Ключевые финансовые показатели АФК «Система»

\$ млн (US GAAP)	9М 2007	2007	9М 2008	9М 08/07
Выручка	9 251	13 701	12 653	37%
EBITDA	3 367	4 830	4 557	35%
Чистая прибыль	1 105	1 572	776	-30%
Чистые проценты	240	331	303	26%
OCF	2 319	2 723	3 047	31%
Активы	24 222	28 397	31 965	32%
Долг	7 515	8 485	9 422	25%
Чистый долг	6 441	7 423	8 226	28%
Собственный капитал	6 050	6 659	7 231	20%
EBITDA margin	36.4%	35.3%	36.0%	
Долг/EBITDA	1.7	1.8	1.6	
Чистый долг/EBITDA	1.4	1.5	1.4	
EBITDA/Проценты	14.0	14.6	15.0	
Долг/Активы	0.3	0.3	0.3	
Долг/Собственный капитал	1.2	1.3	1.3	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Мечел: текущие реалии и оптимистичные прогнозы на 2009 г.

Вчера Мечел отчитался по US GAAP за 9 месяцев 2008 г. И хотя, как можно заключить из промежуточной отчетности, текущий год будет рекордным в истории компании с точки зрения рентабельности и денежных потоков, наши аналитики по акциям сочли ее слабой как раз именно в этих аспектах, учитывая (а) собственные ожидания и прогнозы и (б) динамику финансовых результатов прочих компаний сектора.

Впрочем, по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. выручка компании выросла на 85 % до \$ 8.6 млрд, EBITDA – на 138 % до \$2.9 млрд. Улучшение финансовых показателей произошло в основном из-за роста цен на уголь и сталь, а также за счет консолидации активов Якутугля, Ductil Steel, Oriel Resources и Южно-Кузбасской ГРЭС.

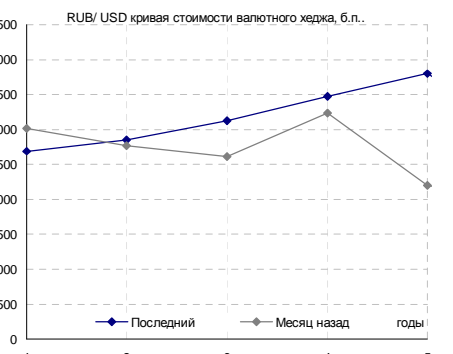
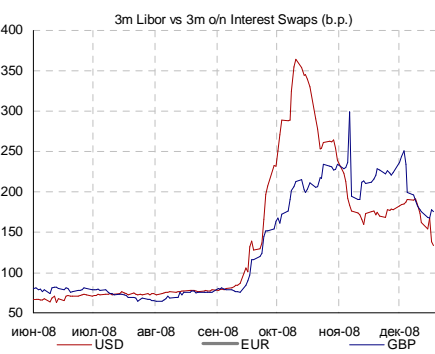
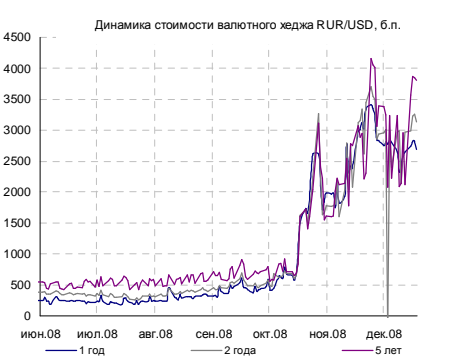
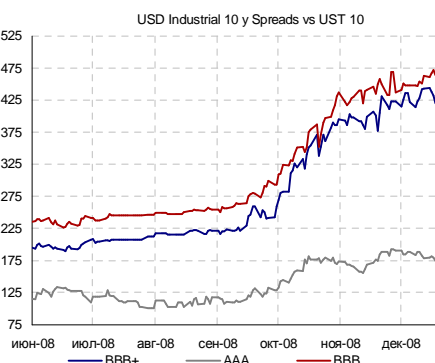
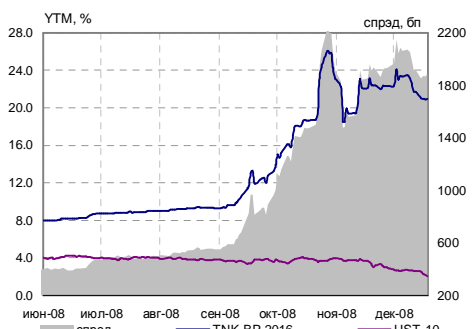
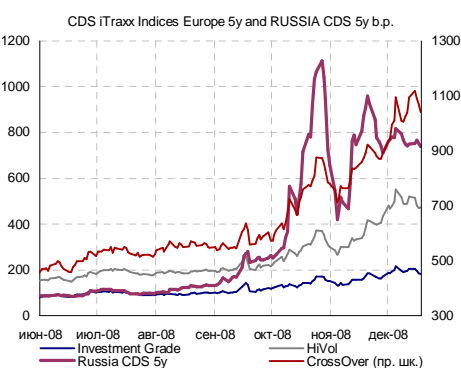
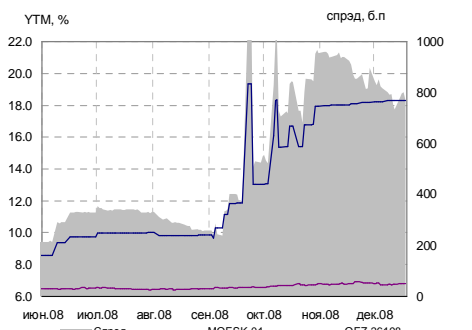
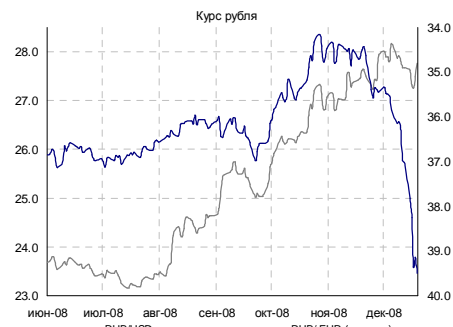
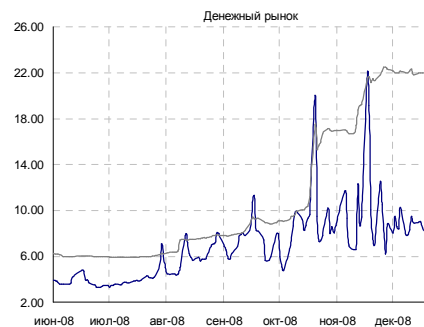
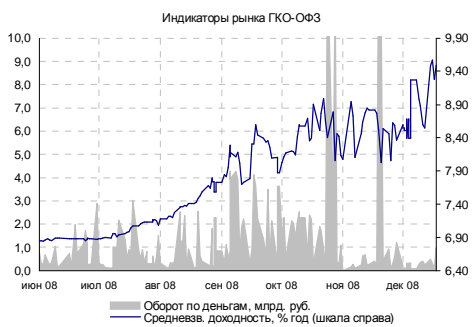
Дополнительным негативом в опубликованных данных мы сочли тот факт, что, несмотря на достаточно благоприятные условия на рынке угля и стали в 3-м квартале 2008 г., компании не удалось снизить свою долговую нагрузку и чистый долг. По сравнению со 2-м кварталом кредитный портфель вырос на \$ 387 млн до \$ 5.1 млрд. При этом на конец 3-го квартала краткосрочные обязательства Мечела составили \$ 3.2 млрд, а денежные средства и их эквиваленты – \$ 137 млн. И хотя общую долговую нагрузку (Долг/EBITDA=1.5x) на отчетную дату сложно назвать высокой, краткосрочная структура портфеля, его несбалансированность с точки зрения валютных рисков и очевидное снижение денежных потоков уже с 4 кв. 2008 г. оказывают очень сильное давление на кредитное качество компании.

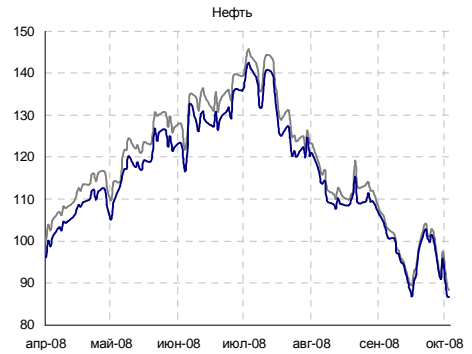
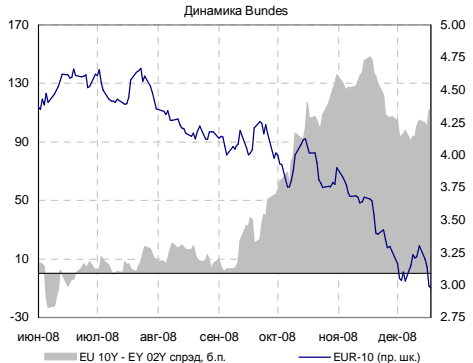
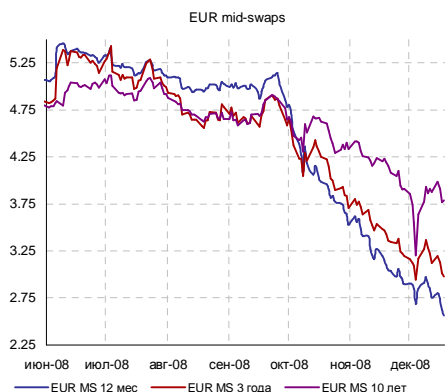
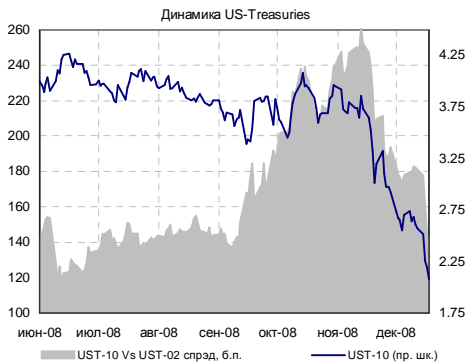
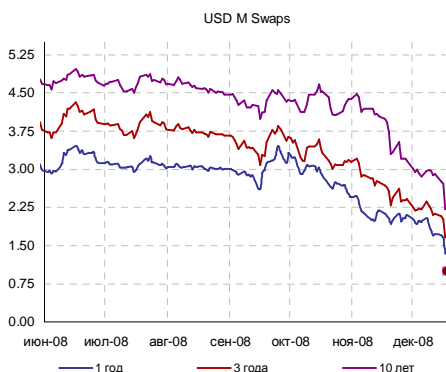
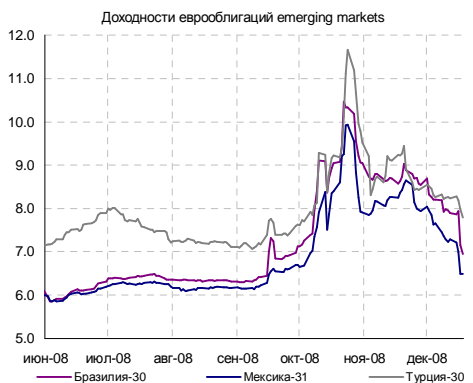
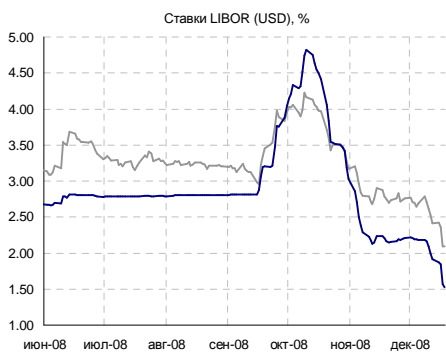
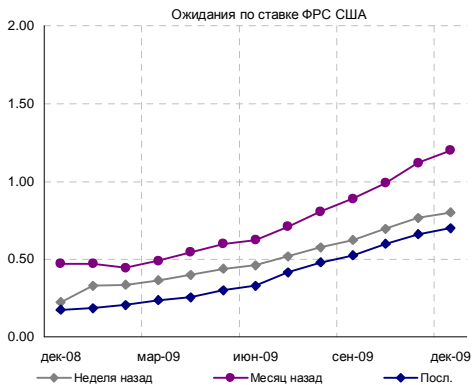
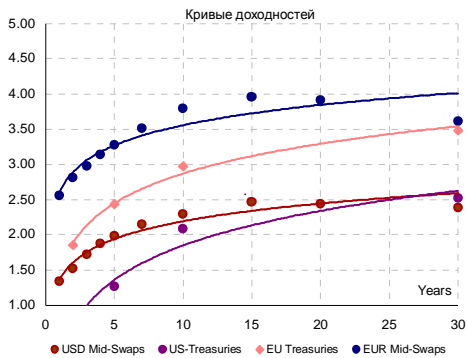
В сопутствующей презентации и **телеконференции** для инвесторов менеджмент компании также озвучил некоторые **аспекты текущей работы Мечела**, а именно:

- В течение 4-го квартала компания уже погасила и рефинансировала \$ 443 млн долговых обязательств. До конца года компании необходимо будет погасить \$ 200 млн, а в 1-м квартале следующего года – около \$ 2 млрд долга, включая бридж-кредит на \$ 1.5 млрд, взятый на покупку Oriel Resources, с погашением в марте 2009 г. Это практически полностью соответствует предварительной информации, которой мы располагали до недавнего времени.
- Владелец Мечела Игорь Зюзин подтвердил, что компания ведет переговоры о рефинансировании бридж-кредита на \$ 1.5 млрд «с рядом российских и зарубежных банков». К сожалению не были даны разъяснения относительно того, действительно ли достигнуты соглашения о несрабатывании margin calls по долларovým кредитам (см. наш вчерашний обзор долговых рынков).
- Снижение продаж коксующегося угля в 4-м квартале 2008 г. составляет около 50 %, по энергетическому углю падения продаж не наблюдается. Компания ожидает «по оптимистичному сценарию» снижения цен на коксующийся уголь по новым контрактам в 2009 г. на 20-30 % по сравнению с ценами, действующими во 2-м полугодии 2008 г. (\$ 200-220 за тонну). Компания намерена отстаивать этот уровень цен на переговорах. Экспортные поставки коксующегося угля полностью покрыты контрактами с потребителями из стран АТР, действующими до 1 апреля 2009 г.
- В условиях снижения физических объемов спроса на коксующийся уголь компания переориентировала часть ресурсов на добычу энергетического угля, что позволило не останавливать предприятия.
- Благодаря наличию разветвленной собственной сбытовой сети компания имеет возможность продавать металлопродукцию строительного сортамента с относительно небольшим снижением объемов. В результате сокращение производства по металлургическому сегменту в 4-м квартале с. г. не должно превысить 20-25 %.
- Компания договорилась о сбыте железорудного концентрата с Коршуновского ГОКа в северный Китай, что позволило сохранить операционные показатели предприятия в условиях снижения внутреннего спроса.
- Компания пересматривает размеры своей инвестиционной программы, однако проекты по освоению Эльгинского месторождения угля в Якутии и строительству рельсо-балочного стана на ЧМК остаются неизменными.

Единственный ликвидный выпуск облигаций компании – Мечел-2 (доходность около 40% к оферте через полтора года) – мы считаем непривлекательным. Вынуждены признать, что даже снятие рисков рефинансирования для Мечела посредством выделения господомощи не сделает долговые инструменты компании привлекательными по очевидной причине – их дюрации.

Юрий Волков, Андрей Кучеров, Леонид Игнатьев





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	Бразерск 1	500	Оферта	100	500
СЕГОДНЯ	ЖилФин об1	500	Погаш.	-	500
СЕГОДНЯ	Инмарко 1	1 000	Погаш.	-	1 000
СЕГОДНЯ	ЛЭЖстрой-1	1 500	Оферта	100	1 500
СЕГОДНЯ	ПРОВИАНТ-1	1 000	Оферта	100	1 000
СЕГОДНЯ	ЮТэйр-Ф 03	2 000	Оферта	100	2 000
21.12.2008	МособгазФ1	400	Погаш.	-	400
22.12.2008	КировОбл 1	140	Погаш.	-	140
23.12.2008	ЕврокомФК1	1 000	Оферта	100	1 000

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

** с учётом прошедших амортизаций

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
15.12.08	Индекс промышленного производства	ноя.08	-0.8%	1.3%	-0.6%
16.12.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	ноя.08	-1.3%	-1.0%	-1.7%
16.12.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	ноя.08	0.1%	-0.1%	0.0%
16.12.08	Количество новостроек, тыс.	ноя.08	740.0	817.0	625.0
16.12.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	ноя.08		786.0	616.0
СЕГОДНЯ					
23.12.08	Финальная оценка ВВП (final)	3 кв. 2008	-0.5%	2.8%	
23.12.08	Продажи на вторичном рынке жилья	ноя.08		4 980.0	
23.12.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	ноя.08		433.0	
24.12.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	ноя.08		-6.2%	
30.12.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	ноя.08		45	

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru
Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru
Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Телекоммуникации и ИТ

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru
Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru
Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков
Стратегия и количественный анализ

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru
Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.