

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, б.п.
Нефть (Urals)	124.65	4.71	3.93	GAZP' 34	107.65	0.08	7.92	-1
Нефть (Brent)	126.36	4.41	3.62	Bank of Moscow 09	-	0.00	5.21	-1
Золото	897.50	-19.25	-2.10	UST 10	98.69	0.05	4.04	-1
EUR/USD	1.5585	0.00	0.06	РОССИЯ 30	112.28	0.11	5.64	-2
USD/RUB	23.4426	0.00	0.00	Russia'30 vs UST'10	160			-3
Fed Funds Fut. Prob июл.09 (3%)	81%	0.50%		UST 10 vs UST 2	141			0
USD LIBOR 3m	2.80	0.00	0.07	Libor 3m vs UST 3m	112			3
MOSPRIME 3m	6.25	0.08	1.30	EU 10 vs EU 2	10			-3
MOSPRIME o/n	6.04	-0.96	-13.71	EMBI Global	297.35	-0.64		-2
МИБОР, %	6.04	-1.09	-15.29	DJI	11 583.7	1.63		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	750.10	65.10	21.38	Russia CDS 10Y \$	118.59	-3.23		-3
Сальдо ликв.	-133.8	-36.60	37.65	Gazprom CDS 10Y \$	242.16	-3.52		-9

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

Прицельный огонь  
В полку прибыло...

### Глобальные рынки

«Бегство из качества»

### Первичный рынок

Еврооблигации Пробизнесбанка

### Стратегия: кредитный взгляд

S&P: Recovery Rate Нутритека выше, чем у Евраза  
Ритейл активизируется на долговых рынках

### Distressed Debt

РуссНефть: худшее уже позади?  
МИАН: информационная путаница  
ГК Держава допустила технический дефолт

### Корпоративные новости

Распадская и Евраз заинтересовали ФАС  
Дальсвязь отчиталась по РСБУ за 1-е полугодие 2008 г.

## Новости коротко

### Сегодня

- **МОЭК** – монополист на рынке теплоснабжения Москвы проведет размещение дебютного выпуска облигаций объемом 6 млрд руб. Выпуск имеет 9-месячную оферту, ориентир по ставке купона 10.0-10.2%. Выручка компании в 2007г. составила 52 млрд руб. / Инвестиционный Блок Банка Москвы.
- На ММВБ начались торги облигациями **Газкон-01**, **НС-финанс-01** (УТР – 13.1%) и **ЮниТайл-01**.
- Вчера стало известны сроки размещаемого выпуска еврооблигации **Транснефти**. Планируется, что облигации будут размещены двумя траншами на 5 и 10 лет объемом не менее \$500. Ориентиры появятся ближе к концу недели. Подробнее о выпуске Транснефти мы писали в обзоре от 28 июля. С учетом премии при размещении в 35 б.п. мы полагали, что ориентиры при размещении могут быть на уровне mid-swaps плюс 325 б.п. для пятилетнего выпуска, и mid-swaps плюс 430 б.п. Это соответствует ставке купона 7.55% и 9.0% соответственно.

### Итоги размещений

- Ставка по выпуску облигаций ООО «**Промтрактор-Финанс**» серии 03 объемом 5.0 млрд. руб. установлена в размере 12.0% (УТР - 12.36%)
- **Газпромбанк** осуществил второе доразмещение выпуска еврооблигаций в швейцарских франках на CHF 50 млн., с погашением в 2010 году. Выпуск был размещен 11 июля 2008 года в объеме CHF300 млн., 24 июля банк увеличил объем выпуска еще на CHF150 млн. Ставка купона составляет 6.53% годовых./ Cbonds.

Хорошие новости

- Облигации ОАО «АИЖК» серий А5, А7, А8, А9, А10 и А11 переведены решением ФБ в котировальный список «А» первого уровня. Мы полагаем, что включение облигаций АИЖК может расширить круг инвесторов на внутреннем рынке и привлечь дополнительный спрос со стороны компаний, занимающихся управлением средств пенсионных накоплений.

Кредитные рейтинги

- Fitch Ratings присвоило предстоящему выпуску рублевых облигаций **Банка Москвы** ожидаемый национальный долгосрочный рейтинг «AA+(rus)» со «стабильным» прогнозом.
- Fitch Ratings присвоило **VTB Bank (Austria)** долгосрочный рейтинг дефолта эмитента на уровне «BBB» со «стабильным» прогнозом, кроме того агентство подтвердило рейтинг **VTB Bank (France)** на уровне «BBB». Прогноз изменения рейтинга – «стабильный».
- Fitch присвоило финальный рейтинг «BBB» выпуску еврооблигаций Газпрома (от имени SPV Gaz Capital S.A.) на сумму \$500 млн. с погашением в 2013 г.
- Moody's присвоило долгосрочный рейтинг в иностранной валюте Ва3 планируемыми еврооблигациям ХКФ-Банка, выпускаемым от имени SPV - Eurasia Capital S.A. Ожидается, что планируемый объем будет не менее \$250 млн., а срок обращения – 3 года. Прогноз изменения рейтинга – «стабильный».

Планы эмитентов

- ООО «ИКС 5 ФИНАНС» (SPV X5 Retail Group) утвердило решение о выпуске облигаций серии 04 и серии 05. Объем каждого займа составит 8 млрд. руб., срок обращения – 7 лет. Организаторами размещения выступают Райффайзенбанк и ВТБ. В апреле ФСФР аннулировала второй и третий выпуски облигаций эмитента на такую же сумму./ Cbonds
- ООО «Виктория-Финанс» планирует выпустить облигации серии 03 (2.0 млрд. руб.), серии 04 (3.0 млрд. руб.) и серии 05 (4.0 млрд. руб.). Срок обращения каждой эмиссии – 5 лет. / Cbonds
- ЗАО «Балтимор-Нева» утвердило решение о выпуске облигаций серии 04 объемом 1.0 млрд. руб. Срок обращения выпуска составляет 3 года.
- ОАО «СОЛЛЕРС» (бывшее ОАО «Северсталь-Авто») утвердило решение о выпуске биржевых облигаций серий БО-01, БО-02, БО-03, БО-04, БО-05. Объем каждого выпуска – 1 млрд. руб. Срок обращения каждой эмиссии – 1 год.

**Внутренний рынок****Прицельный огонь**

Вчера на фоне слабых движений в большинстве выпусков мы отмечали «отстрел» некоторых облигаций.

Так, прайсинг дополнительного выпуска Московской области-8 продолжает оказывать влияние на обращающиеся выпуски эмитента. Кривая изменяется разнонаправленно: короткий выпуск 4-й серии потерял 0.2 % / +28 б. п., более длинный (MD 1.4 года) 5-й вырос на 0.15 % / - 11 б. п., также на 0.15 % вырос и «виновник торжества» – выпуск восьмой серии на обороте в 747 млн руб. Седьмой выпуск, наиболее длинный в кривой, прибавил в доходности 43 б. п.

Выпуск	Объем	Тек. Купон	УТМ/УТР	Мод. Дюр.	Спрэд над Z	Погаш	Ликвидность		Оборот (Биржа)	
							AD 1m*	BQD 1m**	1 мес	3 мес
Мос.обл.4в	9 600	11.00%	8.04	0.65	251	21.04.09 п	52%	78%	382.10	1146
Мос.обл.5в	6 000	10.00%	8.92	1.40	291	30.03.10 п	61%	68%	57.27	489
Мос.обл.6в	12 000	9.00%	9.64	2.20	316	19.04.11 п	87%	86%	543.72	1109
Мос.обл.7в	16 000	8.00%	10.10	4.13	350	16.04.14 п	87%	78%	209.58	1242
Мос.обл.8в	10 000	9.00%	10.07	2.69	346	11.06.13 п	78%	41%	731.57	857

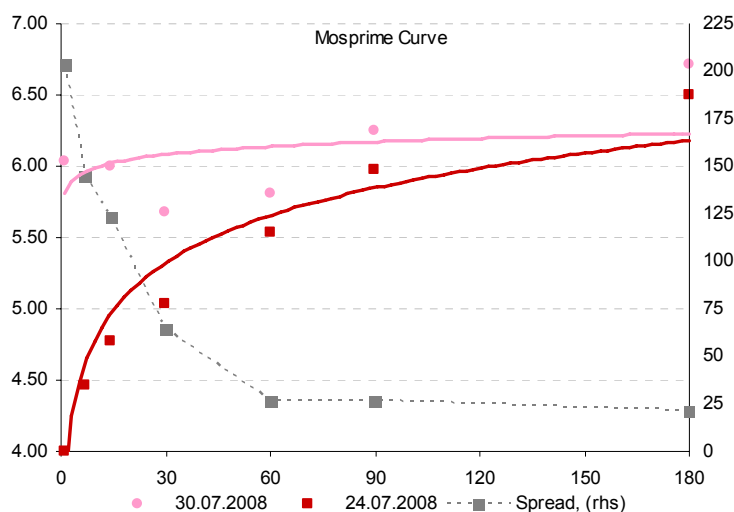
\* процент дней со сделками \*\* процент дней с двухсторонними котировками

Доходности АИЖК пробили 10.5%, несмотря на новости о переводе 5-11 выпусков в котировальный список А1. АИЖК-11 (10.68% / +24 б.п.), АИЖК-10 (10.68% / +32 б.п.) стали лидерами падения. Седьмой выпуск потерял 71 б.п. в цене – доходность достигла 10.56%.

Переоценка кривой телекомов носила вчера избирательный характер: УРСИ-7 (-0.48% / 8.53% / +82 б.п.), ЮТК-5 (+0.07% / 9.76% / - 5 б.п.).

*Нефёдов Юрий*

Ставки на денежном рынке начали постепенный откат с пиков, достигнутых днём ранее. Тем не менее, мы отмечаем, что краткосрочный конец кривой все ещё находится на 120-200 б.п. выше значений недельной давности. В то же время более сдержанный рост долгосрочных ставок дает повод надеяться, что рост ставок носит краткосрочный характер.



### В полку прибыло...

Вчера разместился 3-й выпуск Промтрактора: купон 12 % (УТР 12.26 %). Напомним, что изначально организаторы ориентировали рынок на 10.0-11.2 % по купону (30 июня), однако затем – 25 июля – прайсинг был повышен до 12 %. Таким образом, выпуск был размещен по нижней границе диапазона.

Ярким событием стал выход ЛК Уралсиб-2 в обращение: суммарный оборот превысил 2 млрд., рублей выпуск закрылся выше номинала (100.3 % / УТР 13.16 % / -19 б.п.), в соответствии с нашими ожиданиями.

*Нефёдов Юрий*

## Глобальные рынки

### «Бегство из качества»

В очередной раз, динамика UST показывает «капризную» динамику в преддверии ключевой макростатистики и реагирует на выход «сигнальной статистики». Основными драйверами бегства из качества внутри дня стали следующие события:

- рост индекса ADP до 9 тыс. рабочих мест, против значения в -77 тыс. в прошлом месяце. Индекс в теории должен давать ориентир по динамике количества новых рабочих мест в индустриальном секторе экономики (Bureau of Labor Statistics). Эти данные будут опубликованы в пятницу – прогнозируется снижение рабочих мест на 72 тыс., но в свете неожиданно позитивного отчёта ADP показатель может выйти лучше ожиданий.
- подписание Дж. Бушем «плана спасения» Fannie Mae и Freddie Mac, что было вполне ожидаемо, после заявления Белого Дома об отсутствии намерений накладывать вето на законопроект;
- заявление ФРС о намерении продлить программу кредитования финансовых учреждений (Primary Dealers Credit Facility) до января в ответ на продолжающуюся нестабильность на финансовых рынках.

Однако по итогам дня кривая изменилась незначительно: UST'2 закрылся на уровне 2.47%, UST'10 4.05%, UST'30 4.65%. Сдвиг кривой варьировался от 1 до 2 б.п.

EM показали небольшой рост 2-5 б.п., за исключением традиционно более волатильных облигаций Турции (снижение доходности от 6 до 19 б.п.) и Венесуэлы (рост доходности на от 5 до 15 б.п.). Russia'30 сократила доходность на 2 б.п. – суверенный спрэд остается на уровне 160 б.п.

В корпоративном секторе динамика повторяла движение суверенных еврооблигаций: сокращение доходности не превышало 5-7 б.п. Raspadskaya'12 прибавила в доходности 42 б.п. – очевидно после сообщений о возбуждении ФАС РФ дела в отношении компании.

*Нефёдов Юрий*

**Первичный рынок****Еврооблигации Пробизнесбанка**

Вчера стал известен ориентир по купону выпуска еврооблигаций Пробизнесбанка (-/-/В-) – 12.5%. В настоящее время в обращении находятся три выпуска эмитента: два из них – еврооблигации. Евровыпуск, номинированный в рублях с погашением в июле 2010 года и долларовой выпуск с погашением в сентябре 2008 года малоликвидны. Индикативная доходность по долларовому 12.31% (976 б.п. к mid swar), при дюрации 0.13 года. Доходность по рублевому выпуску, обращающемуся на ММВБ 12.15%.

С учётом недавних премий Северстали (BB/Ba2/BB) 133 б.п. на 5 лет и ТМК (BB-/Ba3/-) 150 б.п. на 3 года, а также необходимой премии за срок ориентир в 12.5% (+20 б.п. к текущим уровням обещающегося выпуска) кажется нам слишком консервативным, особенно с учетом разницы в рейтингах перечисленных выше эмитентов.

Адекватной представляется премия в 200-220 б.п., или 1 170-1 190 б.п. к Mid Swar для трехлетнего выпуска. В то же время, учитывая малый объем планируемого займа (\$100 млн.), сделка, скорее всего, будет носить «клубный» характер, и озвученный ориентир может оказаться приемлемым для ее участников.

*Нефёдов Юрий*

**Стратегия: кредитный взгляд****S&P: Recovery Rate Нутритека выше, чем у Евраз**

Вчера S&P опубликовало отчет, посвященный рейтингам ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта. Агентство присвоило рейтинги 21 эмитенту из России, Украины, Казахстана. Отметим что наивысший рейтинг, который смогли получить российские компании – 3, то есть инвесторы могут претендовать на возмещение лишь 50-70 % долга. Что любопытно, Нутритек по данной шкале получил более высокий рейтинг, чем АПРОСА и Евраз.

Насколько мы поняли из разъяснений аналитиков S&P, при оценке Recovery Rate (RR) агентство в первую очередь обеспокоено структурой капитала компаний. Так, скажем, более высокий кредитный рейтинг эмитента означает, что для дефолта по его обязательствам должно произойти существенно более негативное событие, чем для дефолта по обязательствам менее качественного эмитента.

В то же время, мы прекрасно знаем, что, например, у Евраз довольно много приоритетных обязательств, и в случае дефолта держатели необеспеченного долга компании могут пострадать в большей степени, чем держатели Нутритека. Относительно АПРОСы S&P считает, что государство, например, может не захотеть продавать стратегически важные активы компании в случае ее дефолта. Напомним, что эти рейтинги не учитывают возможной господдержки компании.

В принципе, методика S&P не расходится с привычкой кредитных аналитиков выстраивать очередь более приоритетных кредиторов компании и считать, сколько могут получить бланковые кредиторы. Однако в свете последних событий на рынке публичного долга мы хотели бы подчеркнуть, что показатель RR приобретает все большую важность.

*Анастасия Михарская*

**Ритейл активизируется на долговых рынках**

Вчера сразу две розничные торговые сети объявили о своих планах разместить рублевые облигации:

- **ИКС-5** утвердила решение о размещении выпусков 4 и 5 серий общим объемом 32 млрд руб.

- **Виктория** планирует разместить три выпуска облигаций общим объемом 9 млрд руб.

Насколько мы понимаем, 32 млрд руб. – достаточно большая сумма для ИКС-5, общая инвестпрограмма которого на 2008г. составляет около \$1.2 млрд, а общий объем долга по итогам 2007г. – \$1.7 млрд. Мы пока не знаем цель размещения новых выпусков, вполне возможно, что средства будут использованы для рефинансирования кредитов, срок погашения которых истекает следующим летом. В таком случае у ИКС-5 все еще будет хороший запас прочности по показателю Долг/ЕБИТДА, который для сохранения рейтинга от S&P должен быть не более 4X.

Сразу после публикации мы увидели продажи в ИКС-5, однако стоит отметить, что новости эти носят скорее долгосрочный негативный характер, поскольку с момента принятия решения о размещении компанией и непосредственно аукционом может пройти более полугодя.

Что касается Виктории, то 9 млрд руб. – это и вовсе почти в 4 раза больше чем было у компании по итогам 9 мес. прошлого года. Так что если речь идет не о рефинансировании, то даже в случае размещения лишь одного дополнительного выпуска, показатели долговой нагрузки Виктории серьезно «перекосят».

Напомним, что в этом году еще ни один из ритейлеров 1-2 эшелонов не решился разместить свои бонды. Первым, по всей видимости, будет Азбука Вкуса, которая должна вот-вот разместить новый выпуск. Поэтому мы полагаем, что розничный сектор может поджидать переоценка, уже произошедшая в большинстве сегментов.

*Анастасия Михарская*

**Distressed Debt****РуссНефть: худшее уже позади?**

Сегодня в СМИ появилась информация, косвенно свидетельствующая о том, что государство может отступить от своих претензий на контроль над РуссНефтью. Налоговые органы отозвали часть своих исков на арест акций компании, и возможно, что другие дела ФНС (не касающиеся налоговых недоимок) против РуссНефти также будут в скором времени прекращены.

Что это значит?

Напомним, что помимо собственно налоговых претензий на сумму 16 млрд руб. ФНС пыталась добиться признания недействительными сделок по купле-продаже между компаниями – держателями акций РуссНефти, тем самым передав в конечном итоге 68.3 % акций компании государству. Рассмотрение оставшихся дел против РуссНефти состоится в августе, сентябре и декабре, т. е. до конца этого года.

Уход ФНС со сцены и освобождение акций РуссНефти из-под ареста дает зеленый свет БазЭлу, который давно претендует на покупку компании. В свою очередь, появление нового влиятельного и состоятельного бенефициара у компании – однозначно позитивное событие. В то же время, возникает вопрос: успеет ли БазЭл получить контроль над РуссНефтью в текущем году. Если нет, то сможет ли РуссНефть с помощью своих собственных денежных потоков рассчитаться в этом году и с держателями бондов, которые в полном объеме предъявят бонды к досрочному погашению, и с налоговыми органами.

Сколько должна погасить РуссНефть в 2008 г.?

Как пишет сама компания в своем годовом отчете за 2007 год, налоговые претензии вместе со штрафами и пенями за 2003-2005 гг. составили 19.7 млрд руб., из которых РуссНефть в прошлом году выплатила около половины.

Таким образом, в текущем году общий объем выплат (претензии + купон + оферта) может составить 17.3 млрд руб., что является значительным даже для компании, генерирующей хорошие денежные потоки. К тому же, по нашим ощущениям, из 108 млрд руб. долга компании на конец 2007 г. (из них 12 млрд руб. краткосрочного долга) у РуссНефти довольно много обеспеченных кредитов, так что в случае дефолта держателям бланкового долга может не повезти.

В качестве позитивного момента мы отмечаем тот факт, что, насколько нам известно, до сих пор у РуссНефти не было задержек по выплате купонов по своим бондам.

Рекомендации

Облигации РуссНефти довольно оперативно отреагировали на позитивные новости – сегодня котировки бумаг компании выросли сразу на 4.7 %. Сейчас РуссНефть можно купить с доходностью 12.53 % к оферте в декабре этого года. Мы считаем, что текущий уровень доходности неинтересен никому – для исключения из списка distressed debt у нас недостаточно информации, а для покупки в рамках DD доходность бумаги слишком низкая.

*Анастасия Михарская*



### МИАН: информационная путаница

Отслеживая информацию вокруг группы МИАН в деловых СМИ, мы констатируем, что со всей очевидностью проявляется один из ключевых рисков компании – ее крайне низкая информационная прозрачность. Новостной фон по компании не вносит ясности в отношении банкротства ЗАО «МИАН», а, скорее, еще больше запутывает инвестора.

Сведения вокруг банкротства остаются крайне противоречивыми. Так представители пресс-службы ГК МИАН говорят о том, что ЗАО «МИАН» не входит в Группу уже 2 года, в то же время в информационном меморандуме к выпуску облигаций МИАН-Девелопмент (размещен в марте 2007 г.) это юрлицо представлено как основная холдинговая и управляющая компания Группы. После сегодняшней статьи в Ведомостях у нас не осталось четкого понимания, кто все-таки является инициатором процедуры банкротства этой компании (компании, входящие в Группу МИАН, или сторонние кредиторы) и насколько от процесса могут пострадать имущество и активы юрлиц, входящих в сделку по облигационному займу. Кроме того, мы предполагали, что налоговые претензии к МИАНу на 1.2 млрд руб. относятся к непосредственно к сфере деятельности эмитента, а из Ведомостей следует, что санкции были применены к ЗАО «МИАН», которое, если верить заявлениям пресс-службы ГК «МИАН», в Группу не входит. Нас также смущает, что налоговые претензии были удовлетворены наполовину и статус дальнейшего движения в этом направлении нам неизвестен.

В сложившейся ситуации нас не радует позиция МИАНа, который через СМИ делает отрывочные заявления и не предоставляет четкой картины финансового и операционного положения компании в целом и поручителей в частности. На наш взгляд, логичным шагом со стороны топ-менеджмента МИАНа было бы организовать встречу с инвесторами, которые, как показывает рынок, весьма сильно нервничают, о чем свидетельствуют продажи облигаций МИАН-Девелопмент по ценам на 10 п.п. меньше номинала. Мы рекомендуем покупать бумаги МИАН-Девелопмент только тем инвесторам, у которых есть какая-то инсайдерская информация. Иначе «игра в рулетку» по текущим котировкам не стоит свеч.

*Леонид Игнатьев*

### ГК Держава допустила технический дефолт

Вчера на лентах новостей появилась информация, что агрокомпания «Держава» допустила технический дефолт по выплате 2-го купона по облигациям на сумму 1 млрд руб., оферта по которому состоится 7 августа 2008 г. Деловые СМИ сегодня написали, что задержка с выплатой вызвана небольшими проблемами с ликвидностью и будет решена в течение 1-2 дней. Более того, руководство компании намерено организовать встречу с инвесторами на этой неделе, как сообщил одной из газет источник в банке-организаторе займа.

В данном комментарии мы бы не хотели вдаваться в детали кредитного профиля Державы, который не блещет ни аудированной консолидированной отчетностью, ни сильными рыночными позициями (по размеру выручки Держава в 2-3 раза уступает, например и Агрике, и Аркаде, о которых мы подробно писали в ежедневном обзоре от 16 июля 2008 г.). Мы бы не стали серьезно полагаться на данные управленческой отчетности Группы за 2007 г. и 1 кв. 2008 г., размещенные на сайте компании, так как у нас нет 100% уверенности, что они адекватно отражают финансовое состояние группы. Мы выражаем сомнение, что группа генерирует значительный положительный операционный денежный поток и что основные активы группы не являются обеспечением по кредитам. Кроме того, насколько мы понимаем, финансовые возможности единоличного бенефициара группы сейчас нужно рассматривать через призму того, что он недавно выкупил 50% долю своего компаньона по компании.

Мы убеждены, что история с техническим дефолтом, очевидно, не будет способствовать успешному прохождению августовской оферты, даже несмотря на то, что ставка купона была поднята с 13.50% до 16.50%. Оговоримся, что мы имеем в виду сценарий благополучного устранения дефолта на текущей неделе. В случае если проблема не решится оперативно, то сомневаться в намерениях инвесторов вообще не приходится.

Вообще же мы хотим сказать, что ситуация в целом похожа на предыдущие случаи технических дефолтов. В конце июня после нескольких технических дефолтов мы предположили, что пример некоторых недобросовестных заемщиков может привести к расхолаживанию платежной дисциплины эмитентов. За исключением компенсации по купону, инвесторы ничего не могут сделать против компании, которая успевает заплатить платежи по купону в течение недели, а по основному долгу – в течение одного месяца. Мы не исключаем, что некоторые компании, имеющие проблемы с ликвидностью могут начать оттягивать исполнение своих обязательств по долгу. Кроме того, их число будет постепенно расти. Очень грустно, но технический дефолт становится привычным явлением из-за возросших рисков рефинансирования, что является следствием мирового кредитного кризиса и роста ставок в экономике.

*Леонид Игнатьев, Егор Федоров*

**Корпоративные новости****Распадская и Евраз заинтересовали ФАС**

Вчера ФАС официально сообщила о возбуждении дел в отношении ООО «Распадский уголь» (входит в Распадскую (-/Ва3/В+)) и Евраза (ВВ-/Ва2/ВВ), обвинив компании в злоупотреблении доминирующим положением на рынке коксующегося угля. По данным ФАС, признаки нарушения антимонопольного законодательства усматриваются в установлении и поддержании компаниями монополюной высокой цены на внутреннем рынке, навязывании контрагентам внутри РФ невыгодных для них условий, экономически необоснованном установлении различных цен для потребителей на внутреннем и внешнем рынках.

Если посмотреть отчеты об операционной деятельности двух компаний за 1-ое полугодие 2008 г., то средневзвешенная цена на уголь при поставках внутри России близка к \$150 за тонну, а экспортная – ниже на 10-15%. Так что формально у ФАС есть почва для возбуждения дела.

Далее, мы хотели бы сделать 2 важных замечания. Во-первых, в отличие от ситуации вокруг Мечела и в случае Евраза, и в случае Распадской речь идет только о претензиях ФАС, а не применении трансфертного ценообразования (последнее грозило бы налоговыми претензиями со стороны ФНС). Во-вторых, необходимо учесть, что называется, «цену вопроса» для обеих компаний. По российским законам за нарушение антимонопольного законодательства компаниям может грозить штраф в размере до 15 % выручки от определенного сегмента деятельности, но не более 2 % от совокупной выручки компании. Практически весь уголь, добываемый Группой Евраз, потребляется ее же компаниями, а величина самого угольного сегмента в рамках всей Группы невелика. У Распадской нет металлургического бизнеса, только угольный, однако величина выручки компании за 2007 г. составляет \$778 млн при операционной рентабельности свыше 60%.

Таким образом, если штрафы ФАС будут применены к Распадской и Евразу по итогам 1-го полугодия 2008 г., то, по нашим расчетам, для каждой из компаний они не превысят \$10 млн, что вряд ли можно рассматривать как значительную сумму в масштабах их бизнеса. В этой связи мы бы хотели бы трактовать претензии ФАС как событие нейтральное для кредитоспособности обеих компаний.

По нашему мнению, гораздо более серьезным наказанием для отрасли могло бы стать установление ФАС предельных уровней цен коксующийся уголь на внутреннем рынке, однако речи об этом, судя по всему, пока не идет.

Для еврооблигаций обеих компаний – сейчас не самое простое время. Впрочем, это можно сказать и для всего сегмента «уголь и металлургия» с дюрацией больше 1-1.5 лет. Размещенные в июле 2008 г. со значительной премией ТМК 2011 и Severstal 2013 сейчас торгуются близко к номиналу с доходностями близкими к 10%. Вчера у какого-то инвестора не выдержали нервы, и в выпуске Rapsadskaya 2012 (9.14%) прошла сделка по цене на 1.5 п.п. ниже цены закрытия предыдущего дня (94.8% от номинала). Ряд инвесторов избавлялись от длинных выпусков Evraz 2015 (9.38%) и Evraz 2018 (9.98%): теперь более короткий Evraz 2013 (9.48%) торгуется с премией около 10 бп к Evraz 2015.

Облигации ТМК 2011 и Severstal 2013 кажутся нам довольно интересным вложением. Кроме того, мы бы рекомендовали инвесторам воспользоваться шансом купить как Rapsadskaya 2012, так и Evraz 2013, если кто-то, чрезмерно напуганный негативным новостным фоном, захочет ликвидировать свои позиции в бумагах.

Кстати, последняя сделка по рублевым облигациям Мечел-2 сегодня утром прошла по 94.50%, что соответствует доходности чуть выше 12%. Биды в стакане стоят ниже 15% (по доходности). Мы бы рекомендовали инвесторам воздержаться от покупки облигаций Мечел-2 по текущим уровням, до тех пор ситуация вокруг компании более-менее не прояснится.

*Леонид Игнатьев*

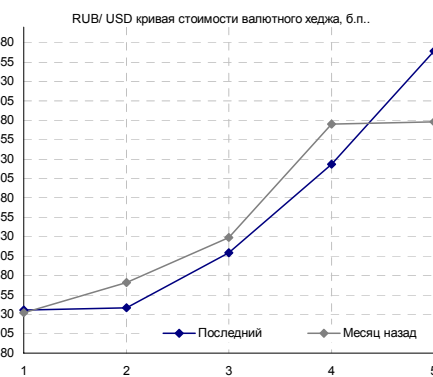
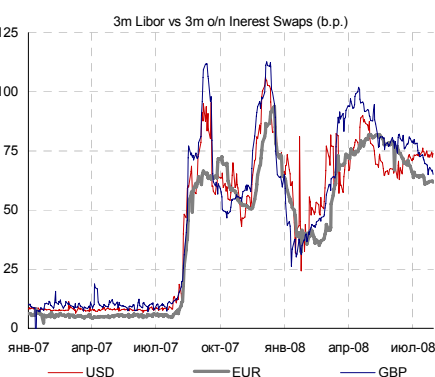
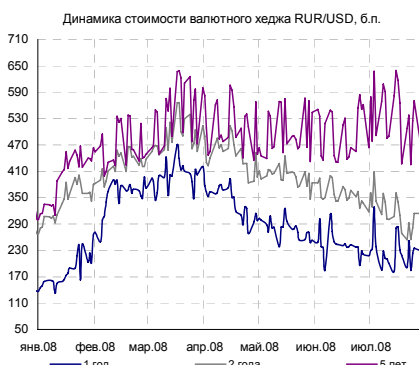
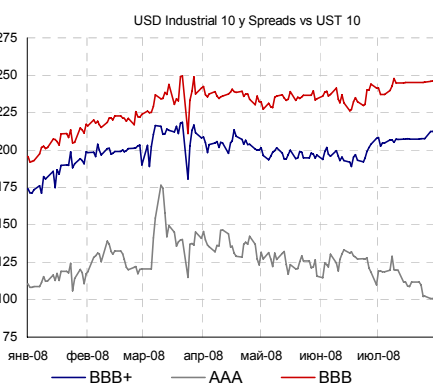
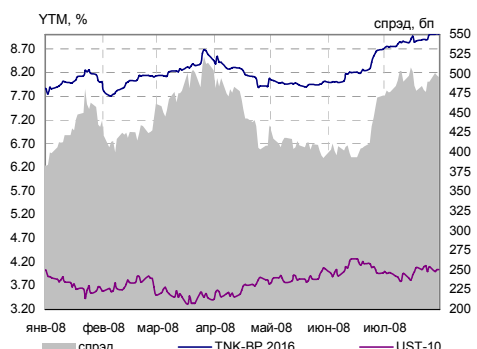
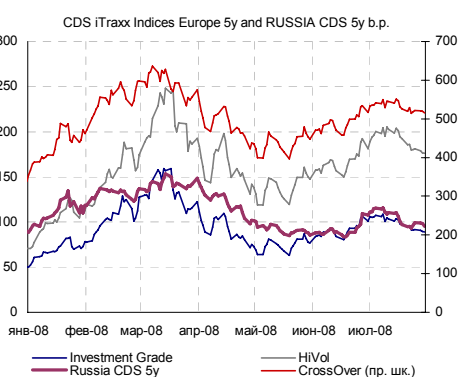
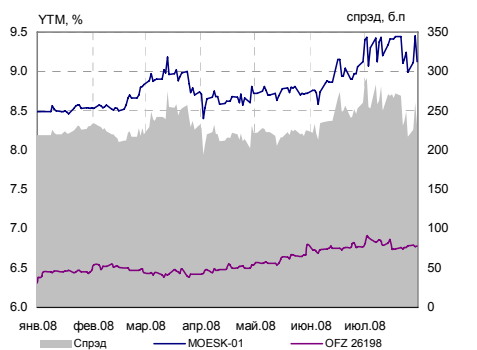
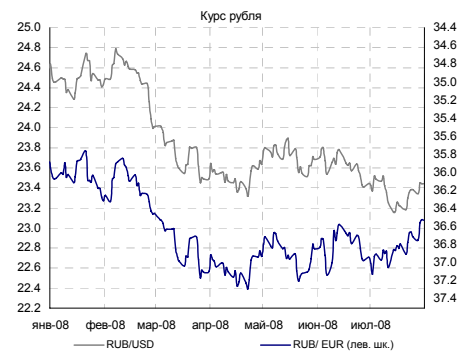
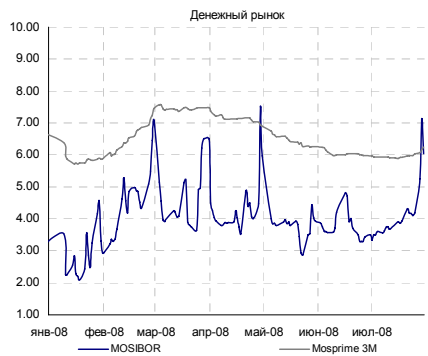
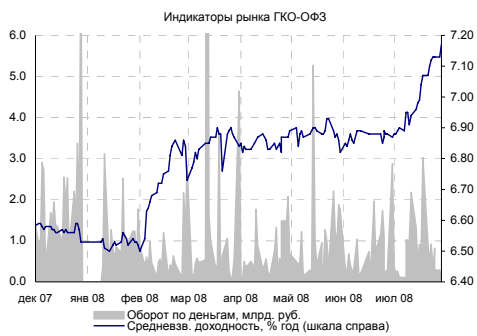


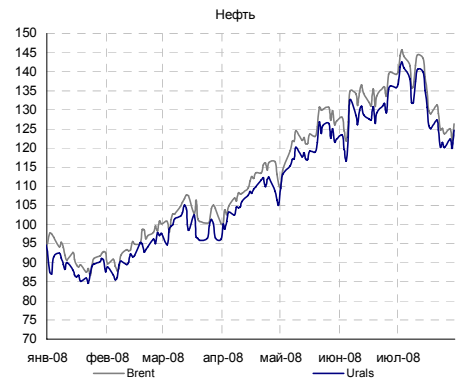
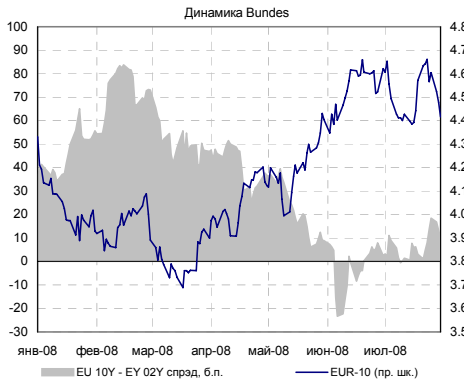
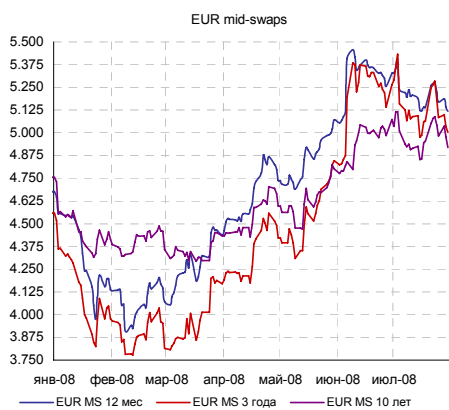
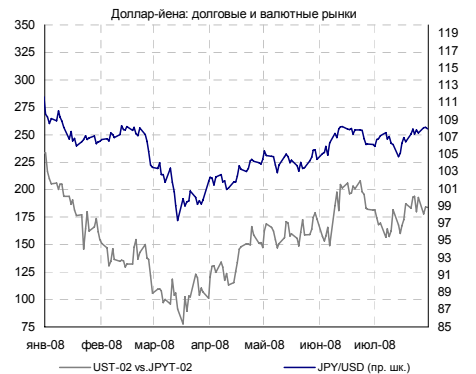
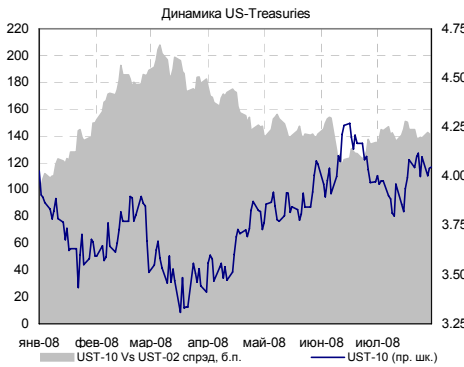
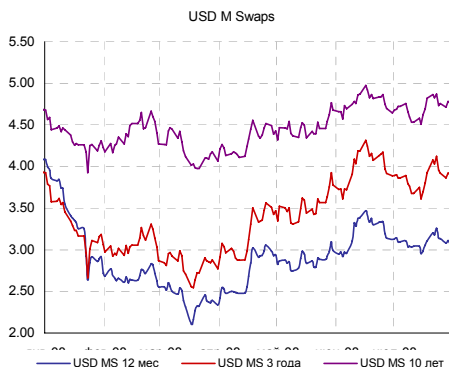
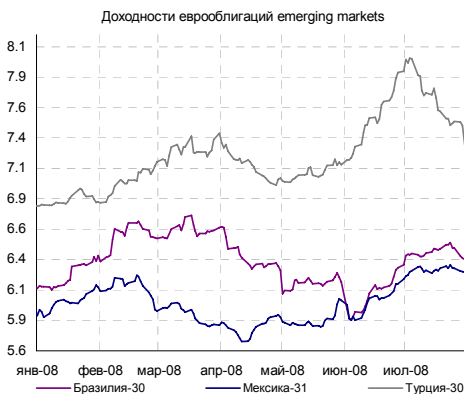
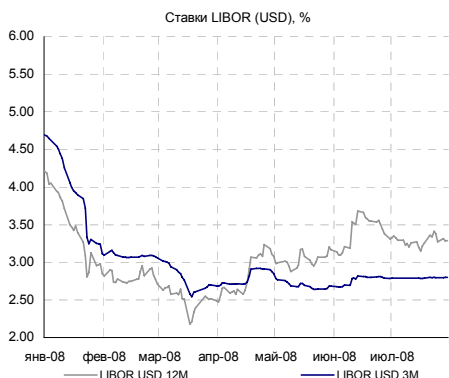
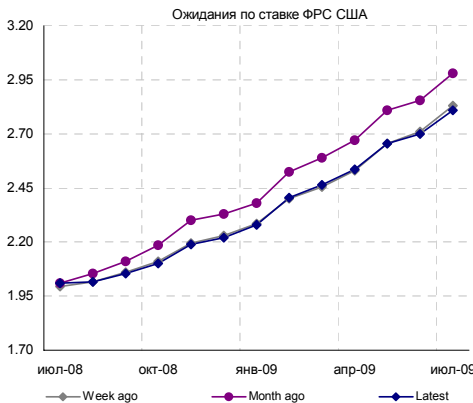
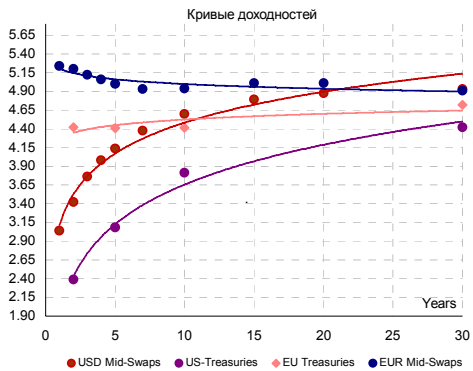
**Дальсвязь отчиталась по РСБУ за 1-е полугодие 2008 г.**

В среду Дальсвязь (B+ от Fitch) опубликовала нейтральную отчетность по РСБУ за первую половину 2008 г., не преподнеся инвесторам никакого сюрприза. Рентабельность по EBITDA компании составила 39%, что на 1 п.п ниже чем за аналогичный период прошлого года, а показатели долговой нагрузки радуют своей консервативностью (Чистый долг/EBITDA – чуть выше 1.0x). Напомним, что для Дальсвязи открытым остается вопрос продажи своих сотовых активов, заинтересованность к которым проявляли все ведущие игроки сотового рынка России, однако до сделки пока дело не дошло. По нашим оценкам, при осуществлении такой транзакции Дальсвязь могла бы выручить свыше \$100 млн. – значительные для компании деньги. В остальном анализ кредитного профиля Дальсвязи в хорошем смысле слова «скучен».

Мы считаем, что кривая фиксированных телекомов занижена и во многом не отражает рыночных реалий. Она начнет двигаться вверх с началом новых первичных размещений МРК Связьинвеста. Начало уже положено – Сибирьтелеком озвучил свежие ориентиры по доходности нового выпуска Сибирьтелеком-8 (9.2-9.73% к 1.5-годовой оферте). Однако представленная компанией премия (если брать по верхней границе диапазона) в 20-25 бп не кажется нам привлекательной.

*Леонид Игнатьев*





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### СЕГОДНЯ

05.08.08	Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
06.08.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
07.08.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

### Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ	МОЭК, 1	6 000	5 лет/ 9 мес.	куп. 10-10.2	0.20
01.08.08	Банк Москвы, 1	10 000	5 лет/ 1 год	9.00 - 9.50	0.50
07.08.08	Азбука Вкуса, 2	2 000	3 года	-	-
07.08.08	Строительная Группа ЛСР, 2	5 000	5 лет	11.75-12.75	-
14.08.08	Вестер-Финанс, 1	1 500	3 года/1 год	куп. 15-15.25	0.25

### КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	ИнтехБанк1	500	Оферта	100	500
02.08.2008	МартаФин 3	2 000	Оферта	100	2 000
03.08.2008	ЯНАО-1 об	1 800	Погаш.	-	1 800
05.08.2008	МОРЕ-П 01	1 000	Оферта	100	1 000
06.08.2008	КрЕврБ-01	3 500	Оферта	100	3 500
07.08.2008	КмплФин 01	1 000	Оферта	100	1 000
07.08.2008	МираторгФ1	2 500	Оферта	100	2 500

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

\*\* с учётом прошедших амортизаций

### Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
16.07.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	июн.08	0.8%	0.6%	1.1%
16.07.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	июн.08	0.2%	0.2%	0.3%
16.07.08	Индекс промышленного производства	июн.08	0.0%	1.4%	0.8%
17.07.08	Количество новостроек, тыс.	май.08	960.0	975.0	1 066.0
17.07.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	май.08		969.0	1 091.0
24.07.08	Продажи на вторичном рынке жилья	июн.08	4 940.0	4 990.0	4 860.0
25.07.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	июл.08	56.4	50.4	61.2
25.07.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	июн.08	505	512	530
25.07.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	июн.08	-0.4%	0.0%	0.8%
СЕГОДНЯ	Прогнозная оценка ВВП (GDP-advance)	2 кв. 2008	2.4%	1.0%	
01.08.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	июл.08	5.6%	5.5%	
01.08.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls)	июл.08	-72 000	-62 000	
01.08.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	июл.08	49.20	50.20	
05.08.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	июл.08			

**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

**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev\_VY @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev\_SS @mmbank.ru

**Металлургия**

Волов Юрий

Volov\_YM @mmbank.ru

**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova\_SR @mmbank.ru

**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY @mmbank.ru

**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov\_DE @mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY @mmbank.ru

**Телекоммуникации и ИТ**

Мусяенко Ростислав

Musienko\_RI @mmbank.ru

**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov\_YM @mmbank.ru

**Управление долговых рынков****Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov\_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva\_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov\_YA @mmbank.ru

**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya\_AV@mmbank.ru

Игнатьев 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 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.