



На рынке

- Денежный рынок пока живет спокойной жизнью, которую, по счастью, еще не затрагивает цунами, начавшееся на мировых финансовых рынках. За вчерашний день величина свободных денежных средств выросла на 24.9 млрд руб. и достигла 1.1 трлн руб. Короткие ставки MosPrime продолжили снижение (overnight – 3.90%), длинные - увеличились в пределах 5 б.п.
- Рубль из-за глобального бегства от риска и в т.ч. из сырьевых валют, а также из-за существенной просадки стоимости нефти потерял почти 80 копеек относительно бивалютной корзины. Сегодня утром котировки рубля к корзине уже превысили отметку в 35 рублей.
- Вопреки ожиданиям, характер торгов на внутреннем долговом рынке вчера носил не столь драматичный характер, как можно было бы ожидать. Масштаб падения госбумаг не превысил пятничного (когда еще не было известно о решении S&P снизить рейтинг США), котировки ликвидных выпусков снизились в пределах 30-50 б.п. Обороты торгов оказались примерно на среднедневных значениях и составили 14 млрд руб. в госсекторе и 27 млрд руб. – в корпоративном/муниципальном.
- Вчера мировые финансовые рынки получили возможность отреагировать на понижение рейтинга США, рухнув на 3.4-6.9%. Инвесторы ждут итогов заседания FOMC, которые при сложившейся конъюнктуре будут восприниматься особенно остро. Российские еврооблигации продолжают отступление, показывая двузначный рост доходности.
- На наш взгляд, итоги 2-го квартала компании не преподнесли особых сюрпризов. Компания демонстрирует взвешенную политику управления долгом. Ощутимая коррекция выпуска ТГК-1 серии 2, который месяц назад эмитенту удалось оставить в рынке с купоном 6.7%, связана, на наш взгляд, с переоценкой этой бумаги инвесторами. Текущая доходность бумаги на уровне 7.4% к оферте через два года нам представляется близкой к справедливому уровню.

| Доходности и спреды | | yield,% | б.п. |
|------------------------------|---|----------|-------|
| RUS_30 | ↑ | 4.236 | 7 |
| RUS30_UST10 bp | ↑ | 192 | 192 |
| UST_10 | ↓ | 2.319 | -24 |
| UST_2 | ↓ | 0.262 | -3 |
| UST10-UST2 bp | ↓ | 206 | -21 |
| EU_10 | ↓ | 2.262 | -8 |
| EU_2 | ↓ | 0.723 | -4 |
| EU10-EU2 bp | ↓ | 154 | -4 |
| EMBI+ bp | ↑ | 329 | 32 |
| Денежный рынок | | | |
| LIBOR OIS US 3m | ↑ | 19 | 0 |
| LIBOR OIS EUR 3m | ↑ | 55 | 7 |
| Mosprime o/n | ↓ | 3.90 | 0.0 |
| Mosprime 3m | ↑ | 4.39 | 0.0 |
| RUB NDF 3m,% | ↑ | 6.53 | 2.3 |
| К/с+депоз (млрд руб) | ↑ | 1 073.33 | 30.9 |
| Кредитный риск CDS 5y | | | |
| Russia | ↑ | 181 | 11 |
| Greece | ↓ | 1 673 | -18 |
| Portugal | ↓ | 871 | -48 |
| Spain | ↓ | 352 | -53 |
| Italy | ↓ | 340 | -47 |
| Индексы | | | |
| MSCI BRIC | ↓ | 296 | -5.46 |
| MSCI Russia | ↓ | 855 | -8.01 |
| Dow Jones | ↓ | 10 810 | -5.55 |
| RTSI | ↓ | 1 658 | -7.84 |
| VIX (RTS) | ↑ | 55 | 65.32 |
| Валюты | | | |
| EUR/USD | ↓ | 1.4217 | -0.20 |
| 3m FWD rate diff | ↓ | 71 | -14 |
| RUB/USD | ↑ | 28.965 | 2.23 |
| RUB/EUR | ↑ | 41.179 | 2.36 |
| RUB BASK | ↑ | 34.463 | 2.29 |
| Товары | | | |
| Urals \$ / bbl | ↓ | 102 | -5.55 |
| Золото \$ / troy | ↑ | 1 720 | 3.35 |

Внутренний рынок

Бивалютная корзина уже выше 35 рублей. Ликвидность в порядке

Госсектор: распродажи на фоне глобального «бегства в качество»

Корпоративный сектор: очередная нервная сессия на фоне слабеющего рубля и обвала нефтяных цен

Глобальные рынки

На рынках становится все «страшнее»

Вся надежда на FOMC

Российские еврооблигации: полный назад!

Корпоративные новости

ТГК-1: итоги 2-го квартала в рамках ожиданий

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости коротко

Сегодня

- **Минфин** предложит банкам 40 млрд руб. из бюджета под 4.2 %
- Оферта по выпуску **РТК-Лизинг-БО-01** объемом 1.5 млрд руб.

Экономика РФ

- **За 7 месяцев российский авторынок вырос на 50 %**. Как сообщает АЕВ, в России в январе-июле 2011 года продано 1460 тыс. автомобилей, что на 50 % больше, чем за аналогичный период прошлого года, рост продаж в июле составил 27 %. Среди российских производителей за 7 месяцев Автоваз нарастил продажи на 25 % до 342 тыс. авто, Соллерс – на 44 % до 56.5 тыс., группа ГАЗ – на 32 % до 48.4 тыс. авто.

Корпоративные новости

- **BP** **начинает судебное разбирательство с Группой Ренова**. Как пишет газета Коммерсант, BP подала уведомление в Стокгольмский трибунал о начале арбитражного разбирательства с Группой Ренова Виктора Вексельберга (один из членов консорциума ARR). Британская компания обвиняет российский холдинг в нарушении акционерного соглашения ТНК-BP. Суть претензий состоит в том, что Ренова через КЭС-Холдинг владеет газовыми и газораспределительными активами, которые российская сторона в первую очередь должна была предложить к покупке ТНК-BP, а не группе Газпром-Энергохолдинг. Напомним, что ранее ARR обвинил своих британских партнеров в нарушении соглашения в связи со сделкой с Роснефтью. BP рассчитывает, что ее заявление будет рассмотрено в рамках уже действующего разбирательства.
- **Пять российских ВИНКов будут участвовать в тендере на разработку иракских месторождений**. Как сообщает Интерфакс, Ирак отобрал претендентов на разработку 12 нефтегазовых месторождений в стране. Среди российских компаний отбор прошли Роснефть, Башнефть, ТНК-BP, Газпром и ЛУКОЙЛ. Подписание контрактов должно состояться в январе 2012 года. При этом запасы министерство нефти Ирака пока не раскрывает, известно лишь, что потенциально на 7 участках будет разрабатываться газ, а на пяти – нефть.
- Чистая прибыль **Сбербанка** за 7 месяцев 2011 года по РСБУ составила 201.2 млрд руб. – в 2.6 раза больше итогов аналогичного периода прошлого года. За июль активы увеличились на 60 млрд руб. за счет кредитов клиентам и портфеля ценных бумаг. Объем вложений в ценные бумаги в июле увеличился на 36 млрд руб. до 1.5 трлн руб. за счет государственных ценных бумаг и облигаций корпоративных эмитентов. Доля государственных ценных бумаг в портфеле составляет 53 %, корпоративных облигаций – 31 %. / Интерфакс

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Банк России зарегистрировал выпуски облигаций **Связь-Банка** серий 03-06 на общую сумму 19 млрд руб. / Cbonds
- Зарегистрирован дебютный пятилетний выпуск **Банка «Северный морской путь»** на 3 млрд руб. / Cbonds
- **Вологодская область** выбирает организатора пятилетнего облигационного займа на сумму 2.51 млрд руб. / Cbonds

Кредиты и займы

- **Уралсиб** установил двухлетний кредитный лимит на **Аптеки 36.6** в объеме 200 млн руб. Средства будут направлены на финансирование основной хозяйственной деятельности компании. / Cbonds
- **Россельхозбанк** и **Ситибанк** объявили о завершении сделки по предоставлению Россельхозбанку кредита сроком на 1 год на цели торгового финансирования. Кредит предоставлен в российских рублях на сумму, эквивалентную \$ 100 млн. / Cbonds
- **Связь-Банк** открыл **КуйбышевАзоту** кредитную линию объемом 500 млн руб. Срок пользования кредитной линией составит 36 месяцев, полученные средства планируется направить на пополнение оборотных средств предприятия. / Cbonds

Внутренний рынок

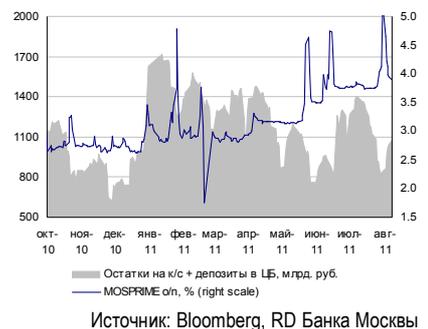
Бивалютная корзина уже выше 35 рублей. Ликвидность в порядке

Денежный рынок живет спокойной жизнью, которую, к счастью, пока не затрагивает цунами, начавшееся на мировых финансовых рынках. Если еще на прошлой неделе участники рынка с интересом наблюдали за восстановлением свободной ликвидности после окончания налогового периода, то в настоящий момент эти события ушли далеко на второй план. Определенной удачей можно назвать тот факт, что перед штормом объем свободной ликвидности успел достичь отметки в 1 трлн руб., что в перспективе ближайших дней не обещает существенных затруднений. За вчерашний день величина свободных денежных средств выросла на 24.9 млрд руб. и достигла 1.1 трлн руб., основной прирост обеспечило увеличение депозитов в ЦБ на 40 млрд руб. Короткие ставки MosPrime продолжили снижение (overnight – 3.90%), длинные - увеличились в пределах 5 б.п.

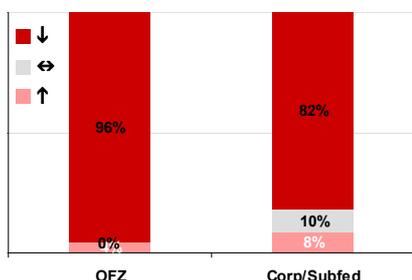
На текущей неделе к оттоку ликвидности приведут аукцион по размещению десятилетнего ОФЗ 26205 в размере до 20 млрд руб., а также ОБР-20 совокупным объемом до 10 млрд руб. Для компенсирования оттока ликвидности Минфин проведет сегодня депозитный аукцион на достаточно внушительную сумму 40 млрд руб. Кроме того, в среду к притоку дополнительных 40 млрд руб. приведут частичное погашение ОФЗ 46002 и выплаты купонов по нескольким выпускам.

На валютном рынке, напротив, происходили очень заметные движения. Рубль из-за глобального бегства от риска и в т.ч. из сырьевых валют, а также из-за существенной просадки стоимости нефти потерял почти 80 копеек относительно бивалютной корзины и закрылся на уровне 34.46 руб. за корзину. Относительно доллара национальная валюта ослабла почти на фигуру, относительно евро – на 60 копеек. Сегодня утром котировки рубля к бивалютной корзине уже превысили отметку в 35 рублей и находятся на уровне 35.08. Кривая NDF резко выросла по всей длине на 20-40 б.п., что отражает усилившиеся ожидания ослабления национальной валюты.

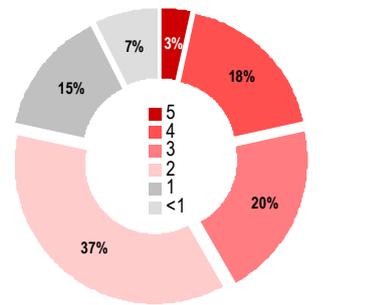
Динамика объемов ликвидности в банковской системе РФ



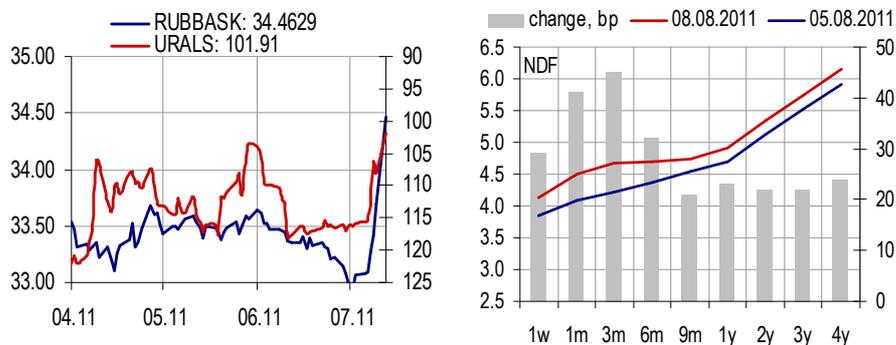
Распределение оборота по изм. цены



Распределение оборота по дюрации



Ставки и валюты



Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

Динамика ликвидных ОФЗ

| Выпуск | 08.08 | | 05.08.2011 | | |
|-----------|-----------------|----------|------------|----|---------|
| | Оборот, млн руб | Yield, % | MDUR | bp | Цена, % |
| ОФЗ 26205 | 981 | 7.82 | 6.36 | 7 | -0.43 |
| ОФЗ 26204 | 2749 | 7.71 | 4.81 | 7 | -0.37 |
| ОФЗ 26206 | 1308 | 7.67 | 4.46 | 16 | -0.70 |
| ОФЗ 26203 | 742 | 7.40 | 3.87 | 18 | -0.71 |
| ОФЗ 25077 | 4069 | 7.32 | 3.61 | 11 | -0.40 |
| ОФЗ 25075 | 275 | 7.10 | 3.27 | 9 | -0.30 |
| ОФЗ 25079 | 1811 | 7.12 | 3.15 | 11 | -0.35 |
| ОФЗ 25068 | 175 | 6.20 | 2.40 | -3 | 0.03 |
| ОФЗ 25076 | 381 | 6.39 | 2.19 | 10 | -0.23 |
| ОФЗ 25078 | 483 | 5.65 | 1.33 | 19 | -0.18 |
| ОФЗ 25073 | - | 4.98 | 0.92 | -2 | 0.00 |

Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Госсектор: распродажи на фоне глобального «бегства в качество»

Вопреки ожиданиям, характер торгов на внутреннем долговом рынке вчера носил не столь драматичный характер. Масштаб падения госбумаг не превысил пятничного (когда еще не было известно о решении S&P), котировки ликвидных выпусков снизились в пределах 30-50 б.п. Обороты торгов оказались примерно на среднедневных значениях и составили 14 млрд руб. в госсекторе и 27 млрд руб. – в корпоративном/муниципальном.

В кривой ОФЗ наибольшее давление вполне понятно испытывали длинные выпуски. Размещаемый в среду ОФЗ 26205 подешевел на 43 б.п., прибавив 7 б.п. к доходности, и торгуется на уровне 7.82%, в течение дня доходность поднималась и до 7.90%. Интересно будет посмотреть на сегодняшнюю тактику Минфина по объявлению ориентиров доходности при столь нестабильной текущей конъюнктуре. В любом случае не ожидаем, что в настоящий момент на столь длинный выпуск будет предъявлен хоть сколько-нибудь значимый спрос. На наш взгляд, существует вероятность изменения номера размещаемого выпуска или вообще отмены аукциона.

На достаточно высоких оборотах по 50-70 б.п. в цене потеряли ликвидные выпуски ОФЗ 25077 (4.1 млрд руб.), ОФЗ 25079 (1.8 млрд руб.), ОФЗ 26206 (1.3 млрд руб.), ОФЗ 26204 (2.7 млрд руб.). Спрэд семилетнего ОФЗ 26204 к рублевому евробонду Russia'18 расширился до 80 б.п. Около 20 б.п. к доходности прибавили ОФЗ 26203, ОФЗ 25078, ОФЗ 25065. В коротком сегменте кривой падение было не столь ярко выражено, некоторые выпуски даже незначительно прибавили в цене. Кроме того, отмечаем рост на 62 б.п. цены среднесрочного ОФЗ 25071.

Ожидаем, что сегодня распродажа госбумаг продолжится на фоне глобального бегства инвесторов в качество, обвала мировых финансовых рынков, падения рубля и нефти. Дополнительное давление на рынок продолжит оказывать и не вовремя опубликованные «Основные направления долговой политики РФ на 2012-2014 гг.», подразумевающие увеличение более чем в три раза государственного долга для финансирования бюджетного дефицита. Предложение ОФЗ планируется увеличить примерно до 2 трлн руб. в год. При этом предполагается, что размещение облигаций на внутреннем рынке будет являться основным источником привлечения заимствований, в то время как размещения суверенных еврооблигаций на внешнем рынке планируется осуществлять в ограниченных объемах с учетом имеющегося спроса. С другой стороны, позитивным фактором для рынка ОФЗ является твердое намерение финансовых властей либерализовать внутренний рынок госдолга: совершенствовать инфраструктуру, повышать ликвидность, расширять базу инвесторов, создать возможности для расчетов по ОФЗ с использованием международных депозитарно-клиринговых систем, упростить доступ иностранным участникам.

Корпоративный сектор: очередная нервная сессия на фоне слабеющего рубля и обвала нефтяных цен

Торги в корпоративных бумагах проходили в схожем ключе с предыдущим днем, однако вчера даже присутствовали выпуски, продемонстрировавшие рост котировок. В частности, сильно выглядел новый выпуск Мечел-19, прибавивший более фигуры, и Евраз-05 (+30 б.п. к цене).

Вторично размещенные в пятницу облигации Газпром нефти-04 рухнули вниз почти на две фигуры до уровня 100.5% от номинала. Около одной фигуры потеряли бонды БК Евразия-01 (101% от номинала) и МТС-07. Также хуже рынка выглядели облигации: Башнефть02 (MD 1.19/-0.42 %/ yield 7.33/+31 б.п.), ВЭБ 09 (MD 3.58/-0.25 %/ yield 7.92/+14 б.п.), Газпрнефт3 (MD 0.87/-0.24 %/ yield 6.24/+20 б.п.), КузбЭнрФ01 (MD 2.4/-0.5 %/ yield 8.41/+20 б.п.), РВКФинанс3 (MD 1.9/-0.73 %/ yield 8.29/+37 б.п.), РЖД-10обл (MD 2.02/-0.45 %/ yield 6.63/+29 б.п.), РосселхБ12 (MD 3.2/-0.54 %/ yield 7.58/+17 б.п.), РУСАЛБАл08 (MD 2.9/-0.5 %/ yield 8.88/+7 б.п.), СевСт-БО1 (MD 0.11/-0.18 %/ yield 7.86/+105 б.п.).

Статистика торгов

| Выпуск | Оборот, млн руб. | Сделки | Объем выпуска млн руб. | Погашение | Оферта | Last | Изм, % | Yield, % | MDUR |
|------------|------------------|--------|------------------------|-----------|----------|-------|--------|----------|------|
| Акрон 04 | 250 | 3 | 3 750 | 18.05.21 | 27.05.14 | 100.3 | -0.15 | 8.00 | 2.34 |
| Башнефть02 | 643 | 11 | 15 000 | 13.12.16 | 18.12.12 | 106.8 | -0.42 | 7.33 | 1.19 |
| БКЕвразия1 | 298 | 7 | 5 000 | 20.06.18 | 22.06.16 | 101.0 | -0.83 | 8.31 | 3.76 |
| ВК-Инвест3 | 1074 | 14 | 10 000 | 08.07.14 | - | 100.0 | -0.25 | 7.53 | 2.48 |
| ВЭБ 09 | 778 | 15 | 15 000 | 18.03.21 | 24.03.16 | 100.5 | -0.25 | 7.92 | 3.58 |
| Газпрнефт3 | 347 | 17 | 8 000 | 12.07.16 | 23.07.12 | 107.9 | -0.24 | 6.24 | 0.87 |
| Газпрнефт4 | 378 | 21 | 10 000 | 09.04.19 | 10.04.18 | 100.5 | -1.94 | 8.26 | 4.77 |
| ЕврХолдФ 5 | 370 | 7 | 5 000 | 27.05.21 | 06.06.16 | 100.6 | 0.30 | 8.41 | 3.71 |
| КалужОбл-5 | 1229 | 8 | 2 500 | 19.05.16 | - | 102.0 | -0.68 | 7.86 | 3.34 |
| КузбЭнрФ01 | 961 | 9 | 10 000 | 14.06.21 | 23.06.14 | 99.5 | -0.50 | 8.41 | 2.40 |
| МДМ БО-1 | 644 | 4 | 5 000 | 29.11.12 | - | 107.4 | -0.10 | 6.87 | 1.15 |
| Мечел 18об | 300 | 4 | 5 000 | 27.05.21 | 02.06.16 | 100.0 | -0.50 | 8.57 | 3.69 |
| Мечел 19об | 295 | 5 | 5 000 | 01.06.21 | 07.06.16 | 100.9 | 1.10 | 8.33 | 3.72 |
| Мос.обл.7в | 636 | 11 | 16 000 | 16.04.14 | - | 101.4 | -0.32 | 7.54 | 2.25 |
| МТС 02 | 419 | 5 | 10 000 | 20.10.15 | - | 101.1 | -0.04 | 7.57 | 3.34 |
| МТС 07 | 263 | 25 | 10 000 | 07.11.17 | - | 102.8 | -1.06 | 8.28 | 4.51 |
| МТС 08 | 255 | 9 | 15 000 | 03.11.20 | 12.11.15 | 101.6 | -0.15 | 7.86 | 3.36 |
| РВКФинанс3 | 558 | 12 | 3 000 | 09.11.15 | 11.11.13 | 101.8 | -0.73 | 8.29 | 1.90 |
| РЖД-10обл | 321 | 13 | 15 000 | 06.03.14 | - | 119.8 | -0.45 | 6.63 | 2.02 |
| РЖД-16 обл | 824 | 18 | 15 000 | 05.06.17 | 06.06.16 | 100.9 | -0.54 | 7.82 | 3.77 |
| РМК-ФИН 04 | 225 | 23 | 5 000 | 02.06.16 | 05.06.14 | 100.0 | -0.40 | 9.19 | 2.31 |
| РосселхБ12 | 573 | 16 | 5 000 | 01.07.21 | 09.07.15 | 100.9 | -0.54 | 7.58 | 3.20 |
| РосселхБ14 | 673 | 100 | 10 000 | 29.06.21 | 07.07.15 | 100.2 | -0.25 | 7.80 | 3.19 |
| РУСАЛБАл07 | 1115 | 16 | 15 000 | 22.02.18 | 03.03.14 | 100.3 | -0.24 | 8.36 | 2.11 |
| РУСАЛБАл08 | 1256 | 8 | 15 000 | 05.04.21 | 15.04.15 | 99.4 | -0.50 | 8.88 | 2.90 |
| РусГидро01 | 1021 | 9 | 10 000 | 12.04.21 | 22.04.16 | 101.8 | -0.24 | 7.68 | 3.65 |
| СевСт-БО1 | 336 | 12 | 15 000 | 18.09.12 | 20.09.11 | 100.7 | -0.18 | 7.86 | 0.11 |
| Сибметин02 | 241 | 18 | 10 000 | 10.10.19 | 16.10.14 | 115.3 | -0.22 | 8.14 | 2.45 |
| Трансф 03 | 665 | 7 | 65 000 | 18.09.19 | 28.09.11 | 110.5 | -0.18 | -43.48 | 0.25 |
| ТрансФинМ3 | 1496 | 1 | 1 500 | 10.07.14 | - | 100.0 | 0.00 | 8.68 | 2.43 |

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA

Глобальные рынки

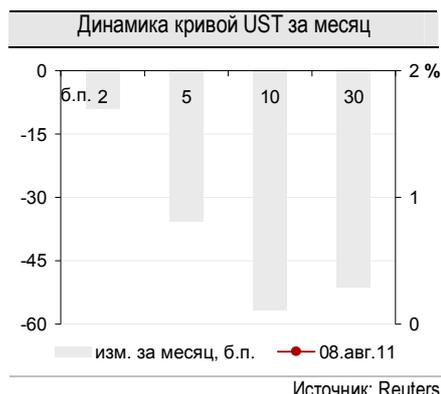
На рынках становится все «страшнее»

Вчера мировые финансовые рынки получили возможность отреагировать на беспрецедентный шаг агентства S&P, снизившего рейтинг крупнейшей мировой экономики – США – с AAA до AA+ впервые с 1917 г. Ситуация на торговых площадках развивалась крайне драматично, возвращая в памяти сентябрь 2008 г. Падение фондовых индексов за вчерашний день составило 3.4–5% для Европы и 5.5–6.9% для Штатов. Нефть марки Brent подешевела почти на 5%. Инвесторы ищут убежища в наиболее безопасных активах, в частности в золоте, швейцарском франке и, парадоксально, суверенных облигаций США, которые за один только вчерашний день потеряли в доходности 17-25 б.п. Рост тревожности отразился в повышении так называемого «индекса страха» (VIX) до максимального уровня с марта 2009 г.

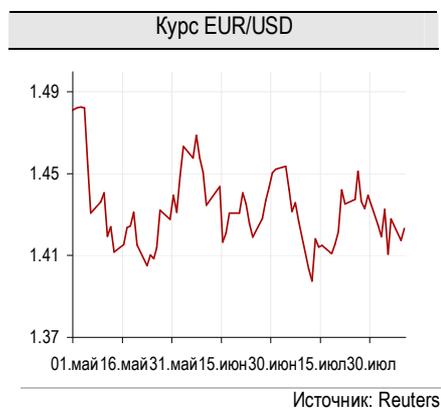
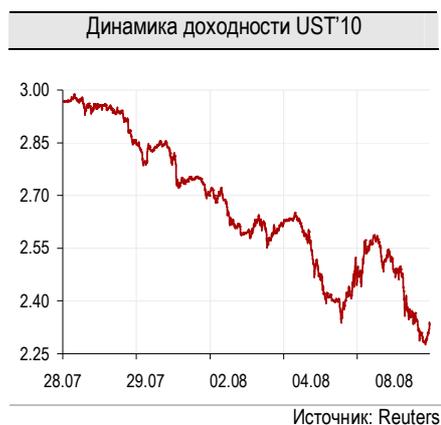
Вчера все попытки властей Европы и США оказать поддержку рынку оказались малоэффективными. Начало покупок ЕЦБ облигаций Испании и Италии с целью предотвращения предотвратить развитие долгового кризиса в еврозоне, способствовало некоторому снижению доходности суверенных бондов этих стран, однако не смогло кардинально изменить настроения инвесторов. Выступления министра финансов США Т. Гайтнера и президента США Б. Обамы, которые также хотели сбить панические настроения, также не увенчались успехом.

Вся надежда на FOMC

Как правило, за масштабным падением рынков следует некоторое восстановление, когда инвесторы подбирают бумаги, которые на их взгляд, достаточно подешевели. По всей видимости, текущая волна распродаж не станет исключением. Помочь понять станет ли коррекционный рост рынков предвестником стабилизации или лишь «отскоком дохлой кошки» сможет, вероятно, заседание FOMC, которое состоится сегодня. При сложившейся конъюнктуре все слова и действия ФРС будут восприниматься инвесторами особенно остро. Отметим, что Б. Бернанке уже не раз удавалось «заговорить» рынки, и, возможно, что сегодня он сможет сделать то, чего до него не удалось виднейшим политикам всего мира после пятничного снижения рейтинга США.



Источник: Reuters

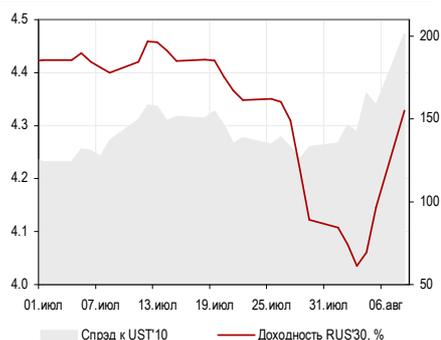


Изменение кривой UST

| | YTM, % | | Изм-е, б.п. | |
|--------|-----------|-----------|-------------|-------|
| | 05.авг.11 | 08.авг.11 | День | Месяц |
| UST 02 | 0.29 | 0.26 | -3 | -9 |
| UST 05 | 1.25 | 1.08 | -17 | -36 |
| UST 10 | 2.56 | 2.32 | -25 | -57 |
| UST 30 | 3.85 | 3.66 | -19 | -51 |

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Российские еврооблигации: полный назад!

Российские еврооблигации продолжают отступление, показывая двузначный рост доходности. Несколько лучше рынка (насколько это возможно) выглядели длинные бумаги Газпрома и госбанков. Эти выпуски, являясь одними из наиболее ликвидных инструментов российского рынка еврооблигаций, первыми отреагировали на внешний шок масштабным падением накануне. Вчера в лидерах снижения находился металлургический сектор (повышение доходности составило 20-40 б.п.).

Суверенные бонды упали в цене на 25-60 б.п., прибавив в доходности 4-17 б.п. Наибольшие потери понес короткий конец кривой. Выпуск с погашением в 2015 г. взлетел в доходности на 17 б.п., в то время как рост стоимости более длинных бумаг был умеренным (4-7 б.п.). Ввиду обрушения доходности UST'10, спрэд российской «тридцатки» к американскому индикативу расширился на 24 б.п. до 190 б.п.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

| Выпуск | Валюта | Объем | Погашение | Цена, % | YTM, % | ASW спрэд | Dur | Изм-е за день | |
|-------------------|--------|-------|-----------|---------|--------|-----------|------|---------------|-----------|
| | | | | | | | | Цена, % | YTM, б.п. |
| GAZP' 13-1 | USD | 1750 | 01.03.13 | 111.3 | 2.20 | 181 | 1.4 | -0.12 | 7 |
| GAZP' 16 | USD | 1350 | 22.11.16 | 108.7 | 4.35 | 290 | 4.5 | -1.06 | 24 |
| GAZP' 19 | USD | 2250 | 23.04.19 | 125.3 | 5.22 | 349 | 0.7 | -1.36 | 24 |
| GAZP' 20 | USD | 1250 | 01.02.20 | 110.7 | 0.00 | 343 | 6.4 | -1.35 | 21 |
| GAZP' 22 | USD | 1300 | 07.03.22 | 106.8 | 5.64 | 311 | 7.5 | -2.21 | 29 |
| GAZP' 34 | USD | 1200 | 28.04.34 | 126.2 | 6.42 | 365 | 2.4 | -0.05 | 1 |
| GAZP' 37 | USD | 1250 | 16.08.37 | 109.1 | 6.55 | 334 | 11.8 | -0.45 | 4 |
| Alrosa' 20 | USD | 1000 | 03.11.20 | 107.8 | 6.60 | 427 | 6.5 | -1.36 | 21 |
| Evraz' 13 | USD | 1300 | 24.04.13 | 107.5 | 4.23 | 385 | 1.5 | -0.63 | 39 |
| Evraz' 15 | USD | 750 | 10.11.15 | 108.7 | 5.91 | 487 | 3.5 | -0.81 | 23 |
| Evraz' 18 | USD | 700 | 24.04.18 | 112.3 | 7.16 | 551 | 4.9 | -1.16 | 23 |
| EuroChem' 12 | USD | 300 | 21.03.12 | 102.7 | 3.36 | 297 | 0.6 | -0.11 | 16 |
| Lukoil' 14 | USD | 900 | 05.11.14 | 108.8 | 3.47 | 271 | 2.9 | -0.57 | 19 |
| Lukoil' 17 | USD | 500 | 07.06.17 | 108.0 | 4.77 | 314 | 4.8 | -0.93 | 19 |
| Lukoil' 19 | USD | 600 | 05.11.19 | 110.4 | 5.65 | 352 | 6.2 | -0.75 | 12 |
| Lukoil' 20 | USD | 1000 | 09.11.20 | 102.2 | 5.81 | 332 | 6.9 | -1.39 | 20 |
| Lukoil' 22 | USD | 500 | 07.06.22 | 105.7 | 5.94 | 337 | 7.7 | -1.19 | 15 |
| Metalloinvest' 16 | USD | 750 | 21.07.16 | 98.7 | 6.82 | 523 | 4.1 | -1.26 | 31 |
| MTS' 12 | USD | 400 | 28.01.12 | 102.2 | 3.07 | 269 | 0.5 | -0.09 | 17 |
| MTS' 20 | USD | 750 | 22.06.20 | 111.2 | 6.91 | 475 | 6.2 | -1.42 | 23 |
| Raspadskaya' 12 | USD | 300 | 22.05.12 | 102.2 | 4.52 | 411 | 0.7 | -0.13 | 16 |
| RuRail' 17 | USD | 1500 | 03.04.17 | 104.8 | 4.75 | 312 | 4.7 | -1.61 | 34 |
| RuRail' 31 | GBP | 650 | 25.03.31 | 100.2 | 7.47 | 388 | 9.9 | -1.21 | 12 |
| Rushydro '18 | RUB | 20000 | 28.10.15 | 101.1 | 7.70 | 101 | 3.3 | -0.52 | 15 |
| SevStal' 13 | USD | 1250 | 29.07.13 | 110.7 | 4.03 | 366 | 1.8 | -0.43 | 23 |
| SevStal' 14 | USD | 375 | 19.04.14 | 111.5 | 4.66 | 418 | 2.3 | -0.61 | 25 |
| SevStal' 16 | USD | 500 | 26.07.16 | 99.2 | 6.45 | 488 | 4.2 | -1.21 | 29 |
| SevStal' 17 (LPN) | USD | 1000 | 25.10.17 | 99.9 | 6.72 | 479 | 4.9 | -1.45 | 29 |
| Sovkomflot' 17 | USD | 800 | 27.10.17 | 99.2 | 5.53 | 360 | 5.1 | -1.06 | 21 |
| TNK-BP' 12 | USD | 500 | 20.03.12 | 102.6 | 1.85 | 144 | 0.6 | -0.09 | 13 |
| TNK-BP' 13 | USD | 600 | 13.03.13 | 107.7 | 2.55 | 213 | 1.5 | -0.33 | 21 |
| TNK-BP' 16 | USD | 1000 | 18.07.16 | 112.6 | 4.62 | 337 | 4.1 | -0.75 | 18 |
| TNK-BP' 17 | USD | 800 | 20.03.17 | 108.1 | 4.96 | 341 | 4.6 | -0.82 | 18 |
| VIP' 13 | USD | 1000 | 30.04.13 | 107.0 | 4.12 | 372 | 1.6 | -0.44 | 27 |
| VIP' 16 | USD | 600 | 23.05.16 | 107.3 | 6.45 | 520 | 3.9 | -1.06 | 27 |
| VIP' 18 | USD | 1000 | 30.04.18 | 110.2 | 7.18 | 546 | 5.0 | -1.32 | 26 |

Источники: Bloomberg

Екатерина Горбунова, Ольга Сибирцева

Корпоративные новости

ТГК-1: итоги 2-го квартала в рамках ожиданий

Событие

ТГК-1 в пятницу (5 августа) представила отчетность за 2-й квартал 2011 г., подготовленную по РСБУ.

Показатели ТГК-1 по РСБУ

| млн руб. | 2 кв. 10 | 1 кв. 11 | 2 кв. 11 | г-г, % | кв-к-кв, % | 1 п 10 | 1 п 11 | г-г, % |
|----------------|----------|----------|----------|--------|------------|--------|--------|--------|
| Выручка * | 8 048 | 17 861 | 11 266 | 40 | - 37 | 22 936 | 29 126 | 27 |
| в т.ч. энергия | 2 576 | 6 590 | 5 496 | 113 | - 17 | 7 350 | 12 086 | 64 |
| мощность | 2 277 | 2 582 | 2 127 | - 7 | - 18 | 4 196 | 4 709 | 12 |
| тепло | 3 019 | 8 640 | 3 577 | 18 | - 59 | 11 087 | 12 217 | 10 |
| Опер. расходы | 7 666 | 13 071 | 10 288 | 34 | - 21 | 18 837 | 23 358 | 24 |
| топливо | 3 349 | 8 107 | 4 665 | 39 | - 42 | 10 646 | 12 772 | 20 |
| амортизация | 841 | 943 | 1 046 | 24 | 11 | 1 680 | 1 989 | 18 |
| прочие | 3 476 | 4 020 | 4 577 | 32 | 14 | 6 510 | 8 598 | 32 |
| Опер. прибыль | 382 | 4 790 | 978 | 156 | - 80 | 4 099 | 5 768 | 41 |
| маржа, % | 4.7 | 26.8 | 8.7 | | | 17.9 | 19.8 | |
| ЕБИТДА | 1 223 | 5 733 | 2 024 | 65 | - 65 | 5 779 | 7 757 | 34 |
| маржа, % | 15.2 | 32.1 | 18.0 | | | 25.2 | 26.6 | |
| Чистая прибыль | 22 | 4 172 | 502 | 2 182 | - 88 | 2 869 | 4 674 | 63 |
| маржа, % | 0.3 | 23.4 | 4.5 | | | 12.5 | 16.0 | |

Справочно:

| | | | | | | | | |
|----------------------------------|-------|--------|-------|-----|------|--------|--------|-----|
| Выработка энергии, млн кВтч | 6 255 | 7 975 | 7 157 | 14 | - 10 | 14 435 | 15 132 | 5 |
| Цена продажи энергии, руб./МВт-ч | 412 | 826 | 768 | 86 | - 7 | 509 | 799 | 57 |
| Отпуск тепла, тыс. Гкал | 4 865 | 11 308 | 4 822 | - 1 | - 57 | 17 051 | 16 130 | - 5 |
| Цена продажи тепла, руб./Гкал | 621 | 764 | 742 | 20 | - 3 | 650 | 757 | 16 |

*без учета перепродаж

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

На наш взгляд, итоги 2-го квартала компании не преподнесли особых сюрпризов. Компания демонстрирует взвешенную политику управления долгом. Ощутимая коррекция выпуска ТГК-1 серии 2, который месяц назад эмитенту удалось оставить в рынке с купоном 6.7 %, связана, на наш взгляд, с переоценкой этой бумаги инвесторами. Текущая доходность бумаги на уровне 7.4 % к оферте через два года нам представляется близкой к справедливому уровню.

Средневзвешенная доходность облигаций энергетического сектора



Источники: ММВБ, Банк Москвы

Характеристика долга ТГК-1 по РСБУ

| млн руб. | 31.12.10 | 30.06.11 | кв-к-кв, % |
|---------------------|----------|----------|------------|
| Общий долг в т.ч. | 22 697 | 27 938 | 23 % |
| долгосрочные | 73 % | 73 % | |
| Чистый долг | 22 463 | 27 501 | 22 % |
| Общий долг/ЕБИТДА* | 2.6 | 2.6 | |
| Чистый долг/ЕБИТДА* | 2.6 | 2.6 | |

* в годовом выражении

Источники: отчетность по РСБУ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Характеристики ликвидности выпусков облигаций ТГК-1

| Выпуск | ТГК-1 01 | ТГК-1 02 |
|---------------------------|-------------------|----------|
| Объем выпуска, млн руб. | 4 000 | 5 000 |
| Купон, % | 8.5 | 6.7 |
| Оферта | 13.03.12 | 02.07.13 |
| Погашение | 11.03.14 | 01.07.14 |
| Дюрация, лет | 0.5 | 1.7 |
| Индикативная цена | 100.4 | 99.1 |
| УТМ/УТР | 5.45 | 7.37 |
| Оборот за 3 мес, млн руб. | 845 | 2 870 |
| Число сделок за 3 мес. | 86 | 159 |
| Рейтинги | // | // |
| Отрасль | Электроэнергетика | |
| Котировальный лист | A2 | A2 |

Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Комментарий

На наш взгляд, результаты компании за 2-й квартал стали ожидаемыми на фоне сезонного сокращения спроса на тепло, падения выработки на наиболее рентабельных гидростанциях и снижения тарифов на мощность.

- Чистая прибыль компании за 2-й квартал составила 502 млн руб., что в несколько раз выше соответствующего показателя прошлого года. Главным фактором роста стали высокие цены на электроэнергию, выросшие на 86 % г-к-г благодаря расширению либерализации рынка, и существенный (+14 %) рост выработки электроэнергии.
- Тем не менее, по сравнению с первыми тремя месяцами конкурентное и регуляторное окружение компании показывает динамику к ухудшению. Цена на электроэнергию для ТГК-1 упала на 7 % кв-к-кв., выручка от продажи мощности – на 18 %.
- Всего за полугодие показатель EBITDA составил 7.7 млрд руб., что в целом близко к консенсус-прогнозу и пока превышает прогнозы менеджмента, оценивающего EBITDA по результатам года в 13 млрд руб.
- Совокупный долг ТГК-1 за 1-е полугодие вырос примерно на четверть – до 28 млрд руб., доля долгосрочной задолженности составила 70 % долгового портфеля. Отметим, что пропорциональный рост EBITDA за анализируемый период позволил компании сохранить ее долговую нагрузку без изменений – на уровне 2.6X в терминах «Чистый долг/EBITDA».
- Результаты компании по МСФО могут оказаться слабее российской отчетности, которая не включает показатели убыточной Мурманской ТЭЦ. По оценкам компании, убыток от деятельности Мурманской ТЭЦ в 2011 г. может достичь 500 млн руб.

Влияние на рынок

На наш взгляд, итоги 2-го квартала компании не преподнесли особых сюрпризов. Компания демонстрирует взвешенную политику управления долгом. Кредитоспособность эмитента, имеющего сильную поддержку от Газпрома, ни у кого не вызывает сомнений. В связи с этим, ощутимых ценовых движений на опубликованную отчетность случиться не должно было.

Однако, выпуск ТГК-1 вчера продемонстрировал сильную отрицательную динамику, потеряв в цене 40 б.п. и закрывшись на уровне 99.1 % от номинала. Вероятно, вчера коррекционные движения в этой бумаге были обусловлены общерыночными паническими настроениями инвесторов. Между тем, снижение цен на этот выпуск может быть вызвано также и переоценкой бумаги, по которой эмитент месяцем ранее установил купон на уровне всего 6.7 %. Напомним, что в июле ТГК-1 выкупил по оферте примерно 40 % выпуска. Мы писали о том, что данный купон представляется нам не достаточной компенсацией, чтобы оставаться в бумагах. Доходность этого выпуска в настоящий момент приблизилась к своему справедливому уровню, составляющему по нашим оценкам, 7.4 %.

Екатерина Горбунова, Михаил Лямин, Иван Рубинов CFA.

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

После обвала двух предыдущих дней кривая ОФЗ на среднесрочном участке опять выглядит перепроданной. В целом, в кривой появилось много диспропорций, доходности ряда выпусков лежат достаточно далеко от модельной кривой. Некоторые ликвидные выпуски (ОФЗ 25077, ОФЗ 26206, ОФЗ 26204) вновь имеют потенциал роста в пределах 0.50-1.0%, однако на фоне бушующего шторма на мировых финансовых рынках говорить о реализации данного потенциала можно лишь теоретически. В настоящий момент, мы ожидаем продолжения достаточно сильного снижения котировок рублевых облигаций как минимум на протяжении текущей недели. Спрэд семилетнего ОФЗ 26204 к рублевому евробонду Russia'18 расширился уже до 80 б.п. Полагаем, что при текущей конъюнктуре запланированное на завтра размещение ОФЗ 26205 будет крайне затруднительным без предоставления ощутимой премии.

08.08.11

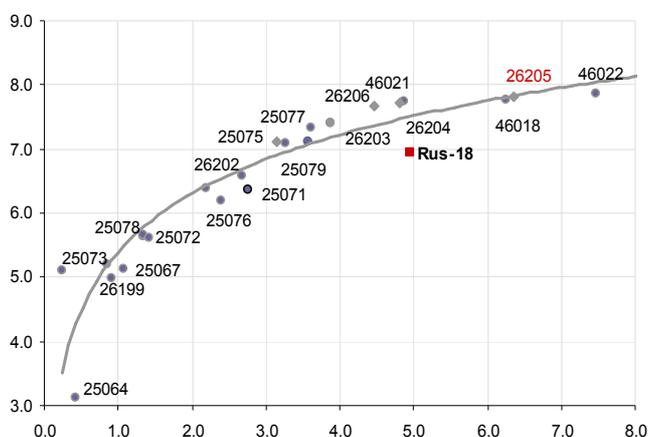
05.08.11

| Выпуск | Оборот, млн руб | Yield,% | MDUR | bp | Цена,% | Текущ. Спрэд (б.п.)* | yield, bp** | Потенциал (цена) | Yield,% | MDUR |
|-----------|-----------------|---------|-------|-----|--------|----------------------|-------------|------------------|---------|-------|
| ОФЗ 25063 | - | 5.1 | 0.24 | -4 | 0.00 | 158 | -148 | 0.36 | 5.14 | 0.25 |
| ОФЗ 25064 | - | 3.11 | 0.43 | -15 | 0.00 | -116 | 106 | -0.45 | 3.26 | 0.43 |
| ОФЗ 26199 | 37 | 5.2 | 0.86 | 22 | -0.20 | 0 | fair | - | 4.98 | 0.87 |
| ОФЗ 25073 | - | 4.98 | 0.92 | -2 | 0.00 | -31 | 21 | -0.19 | 5.00 | 0.93 |
| ОФЗ 25067 | - | 5.12 | 1.08 | -4 | 0.00 | -37 | 27 | -0.29 | 5.16 | 1.08 |
| ОФЗ 25072 | 75 | 5.64 | 1.34 | 6 | -0.10 | -14 | 4 | -0.05 | 5.58 | 1.35 |
| ОФЗ 25078 | 483 | 5.65 | 1.33 | 19 | -0.18 | -12 | 2 | -0.03 | 5.46 | 1.34 |
| ОФЗ 25065 | 11 | 5.61 | 1.42 | 19 | -0.32 | -25 | 15 | -0.21 | 5.42 | 1.43 |
| ОФЗ 25076 | 381 | 6.39 | 2.19 | 10 | -0.23 | -4 | fair | - | 6.29 | 2.20 |
| ОФЗ 25068 | 175 | 6.2 | 2.40 | -3 | 0.03 | -35 | 25 | -0.59 | 6.23 | 2.40 |
| ОФЗ 26202 | 114 | 6.57 | 2.68 | 18 | -0.52 | -12 | 2 | -0.06 | 6.39 | 2.69 |
| ОФЗ 25071 | 421 | 6.36 | 2.76 | -22 | 0.62 | -37 | 27 | -0.75 | 6.58 | 2.76 |
| ОФЗ 25079 | 1 811 | 7.12 | 3.15 | 11 | -0.35 | 21 | -11 | 0.36 | 7.01 | 3.16 |
| ОФЗ 25075 | 275 | 7.1 | 3.27 | 9 | -0.30 | 15 | -5 | 0.15 | 7.01 | 3.28 |
| ОФЗ 25077 | 4 069 | 7.32 | 3.61 | 11 | -0.40 | 24 | -14 | 0.49 | 7.21 | 3.62 |
| ОФЗ 46017 | - | 7.12 | 3.58 | 0 | 0.00 | 5 | fair | - | 7.12 | 3.59 |
| ОФЗ 26203 | 742 | 7.4 | 3.87 | 18 | -0.71 | 22 | -12 | 0.47 | 7.22 | 3.89 |
| ОФЗ 26206 | 1 308 | 7.67 | 4.46 | 16 | -0.70 | 31 | -21 | 0.92 | 7.51 | 4.47 |
| ОФЗ 26204 | 2 749 | 7.71 | 4.81 | 7 | -0.37 | 25 | -15 | 0.71 | 7.64 | 4.82 |
| ОФЗ 46021 | - | 7.75 | 4.87 | 0 | 0.00 | 27 | -17 | 0.83 | 7.75 | 4.87 |
| ОФЗ 46018 | - | 7.77 | 6.25 | -1 | 0.00 | -4 | fair | - | 7.78 | 6.26 |
| ОФЗ 26205 | 981 | 7.82 | 6.36 | 7 | -0.43 | -1 | fair | - | - | - |
| ОФЗ 46022 | - | 7.86 | 7.48 | 0 | 0.00 | -18 | 8 | -0.63 | 7.86 | 7.49 |
| ОФЗ 46020 | - | 7.93 | 10.18 | 1 | 0.00 | -52 | 42 | -4.28 | 7.92 | 10.19 |

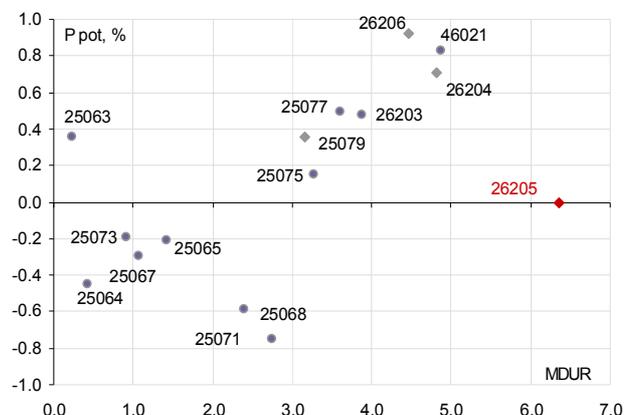
*к модельной кривой ОФЗ

** изменение для достижения справедливого спреда над/под кривой 10 б.п.

Кривая ОФЗ



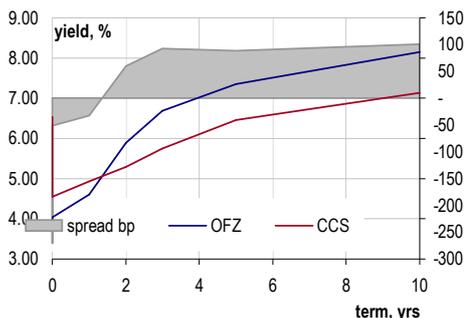
Потенциал и дюрация



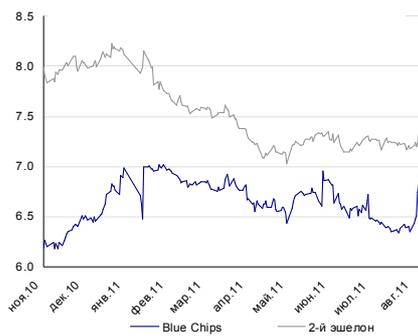
Антон Дроздов, CFA

Российский долговой рынок

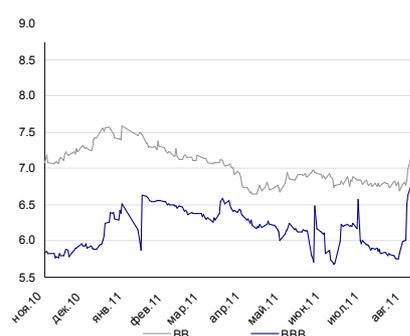
Кривые ОФЗ и CCS



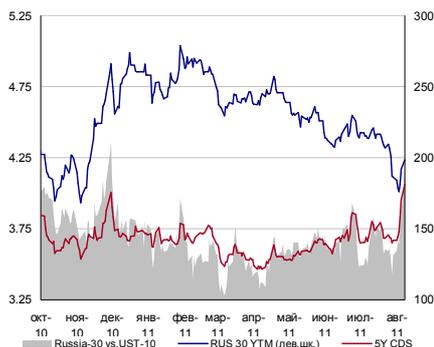
Индексы ВМБИ эшелоны



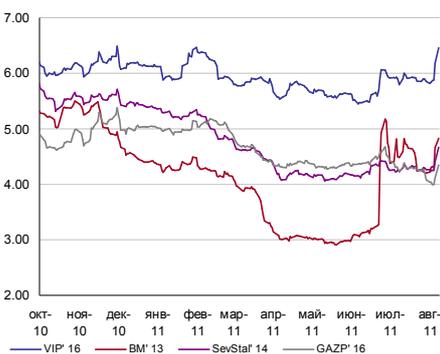
Индексы ВМБИ рейтинги



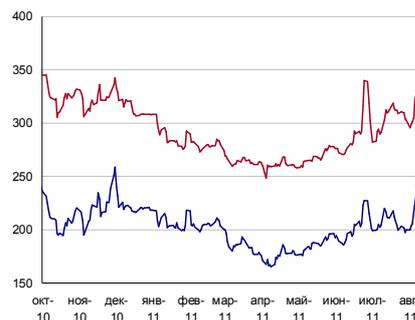
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

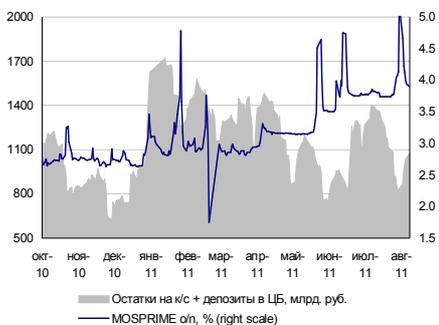


CDS корпораций

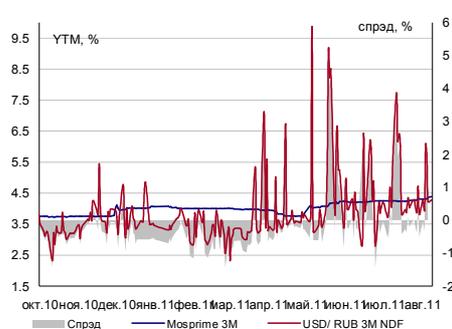


Денежно-валютный рынок

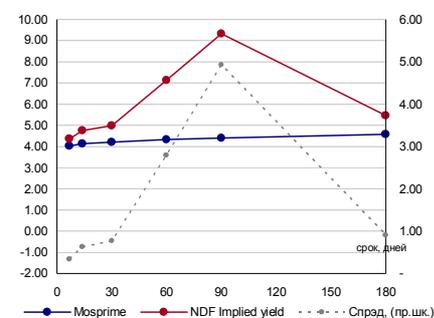
Ликвидность и ставки



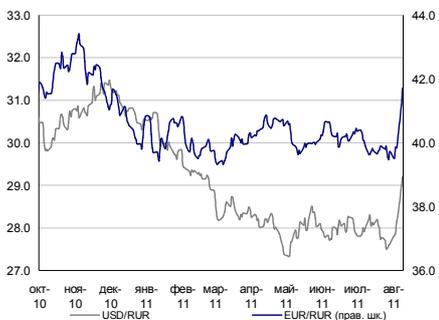
Форвардный базис



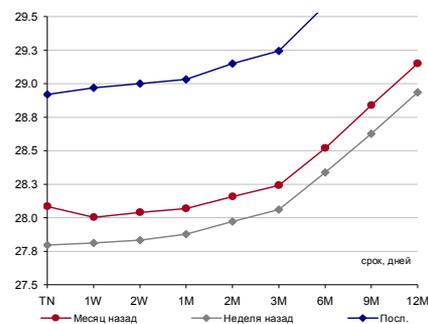
Спрэды денежного рынка



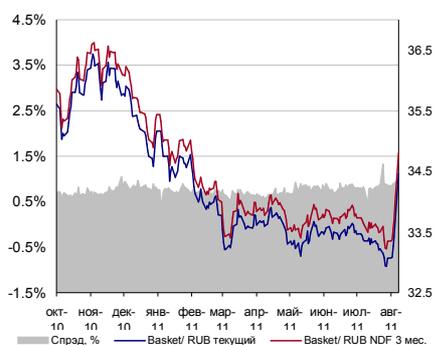
Курс рубля



Форвардные кривые



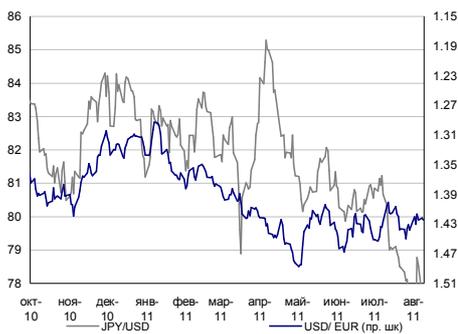
Своп-поинты 3 месяца



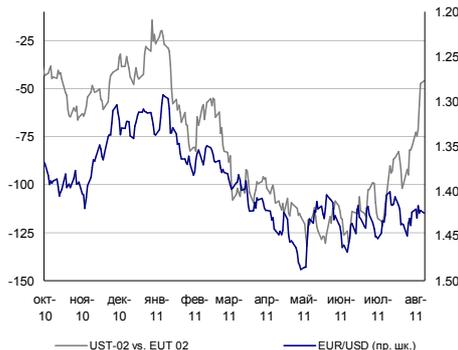
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

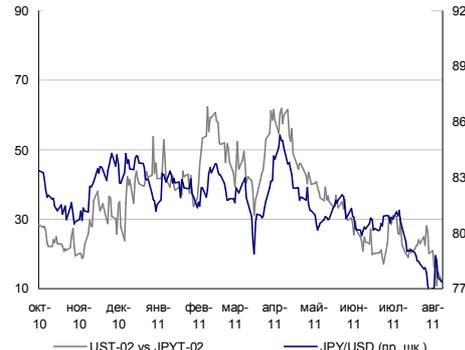
Основные валюты



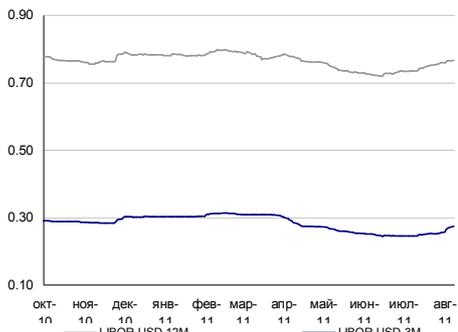
Ставки и курсы евро/доллар



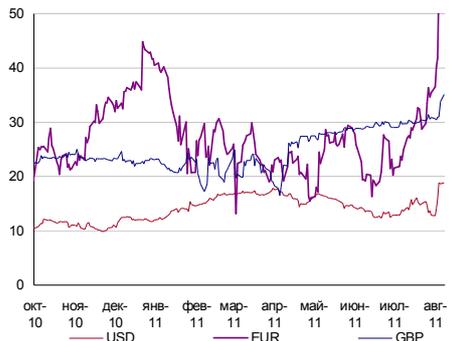
Ставки и курсы иена/доллар



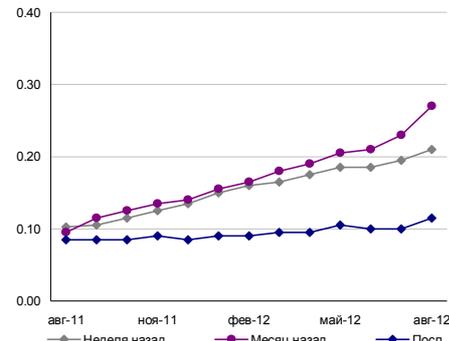
LIBOR USD



LIBOR-OIS

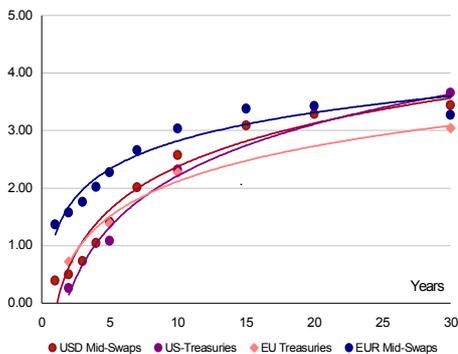


FED RATE ожидания

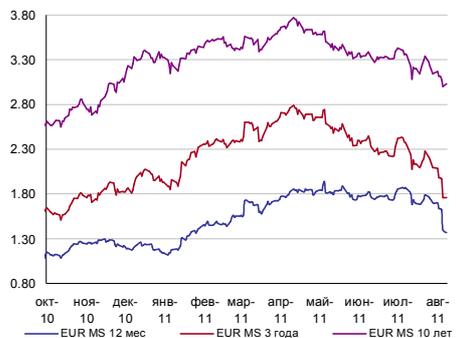


Глобальный долговой рынок

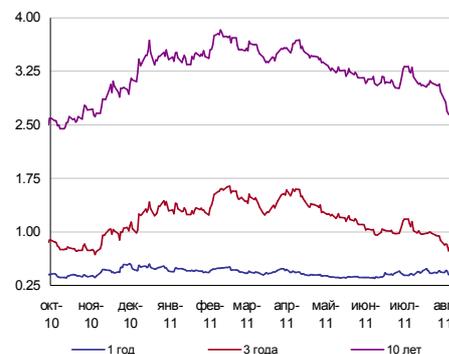
Базовые кривые



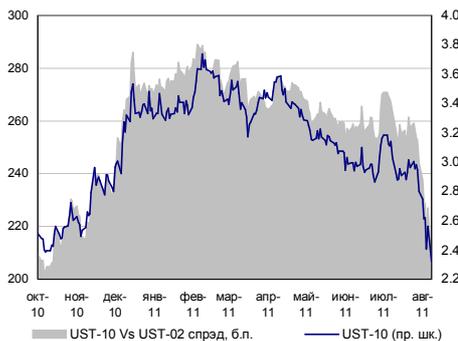
EUR IRS (mid)



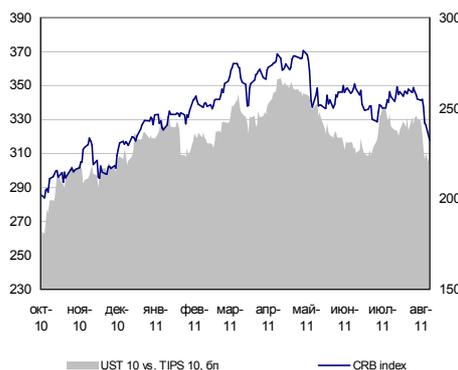
USD IRS (mid)



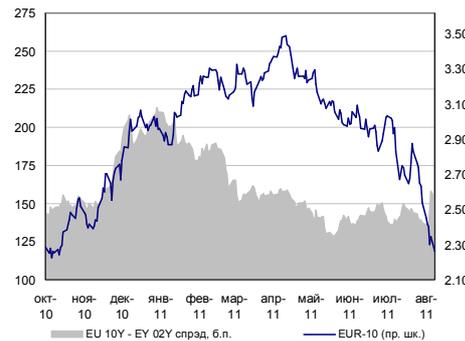
UST



Инфляционные ожидания



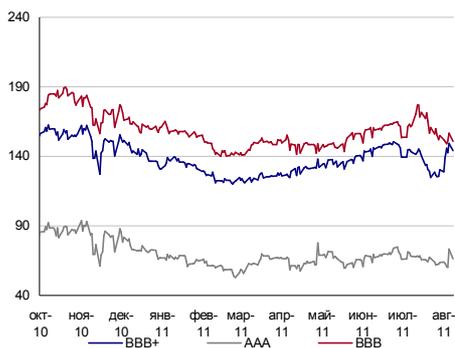
Bundes



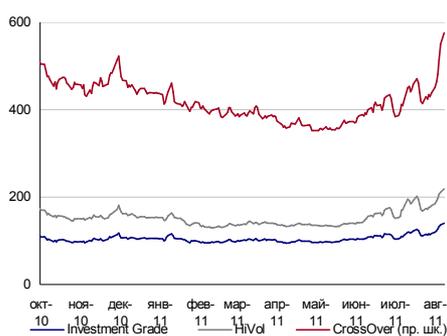
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

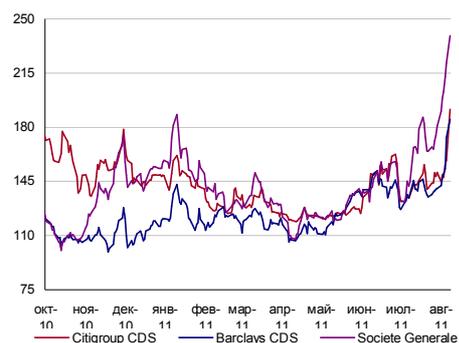
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

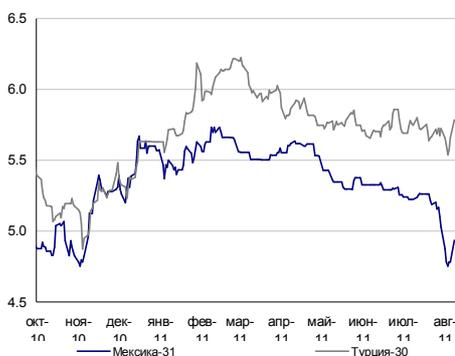


CDS Global Banks

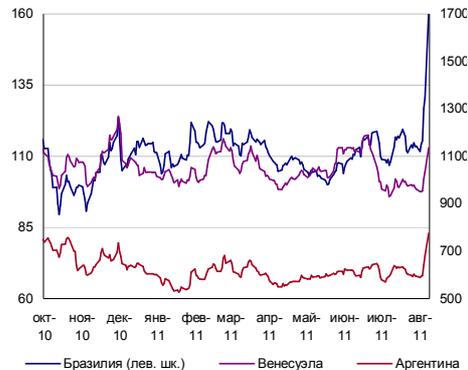


Emerging markets

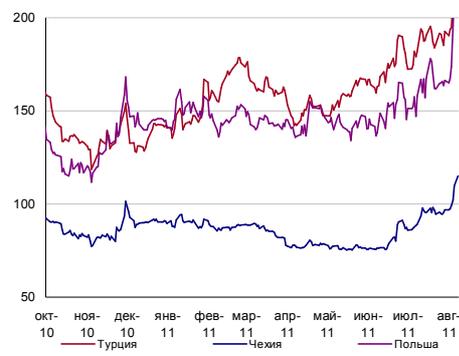
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

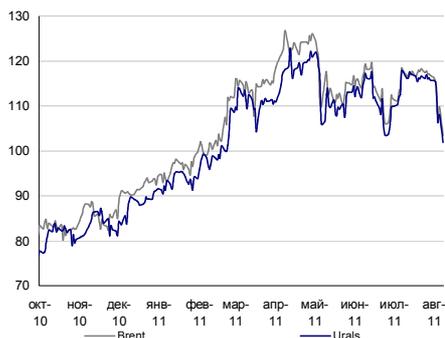


EMEA CDS

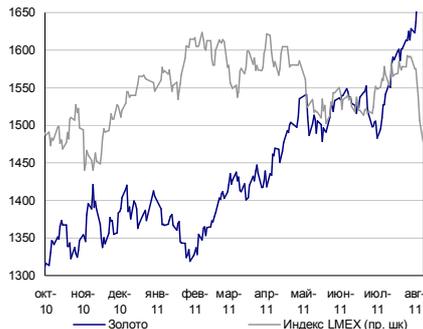


Товарные рынки

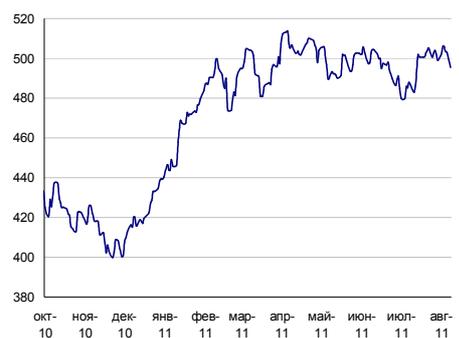
Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Денис Борисов

[Borisov_DV@mmbank.ru](mailto: Borisov_DV@mmbank.ru)**Экономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Металлургия**

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Минеральные удобрения**

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Банки**

Максим Кошелев

Koshelev_ME@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru**Долговые рынки**

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdvov_AY@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 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.