

# Обзор долгового и денежного рынков

Бодрин Юрий [research@sviaz-bank.ru](mailto:research@sviaz-bank.ru)  
Тарасов Олег [CR@sviaz-bank.ru](mailto:CR@sviaz-bank.ru)

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>Обзор рынков</b>	<b>Бодрин Юрий</b>
Комментарий по внешнему рынку	2
Комментарий по денежному рынку	5
Комментарий по рынку внутренних долгов	7
<b>Кредитный комментарий</b>	<b>Тарасов Олег</b>
Разгуляй: «длинные» долги по коротким обязательствам	9
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства	11

## ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ НЕДЕЛИ

- Москомзайм разметит 1 апреля облигации Москвы серии 58 на 15 млрд. рублей.
- Связь-Банк привлечет субординированный кредит Внешэкономбанка на 10 млрд. рублей сроком до 2019 года под ставку 13 % годовых.
- «АВТОВАЗ» погасил биржевые облигации серии БО-02 на 1 млрд. рублей.
- Инфляция в России за период с 17 по 23 марта составила 0,2 %, с начала года – 4,9 % - Росстат.
- Самарская область проведет 8 апреля аукцион по определению организатора займа на 3 млрд. рублей.
- «Татфондбанк» установил ставку первого купона по облигациям серии А в размере 15 % годовых.
- РБК допустил техдефолт не погасив купон и номинал биржевых облигаций серии 04 на 1,5 млрд. рублей.
- ООО «АгроСоюз» начнет 01 апреля размещение облигаций серии 02 на 1,5 млрд. рублей.
- Standard & Poor's подтвердило рейтинги Томской области на уровне «В-/ruBBB» и вывело их из списка CreditWatch; прогноз — «Негативный».
- МКБ выкупил по ofercie облигации серии 04 на 1,47 млрд. рублей.
- Moody's изменило прогноз по рейтинга банка Возрождение на негативный.
- Moody's присвоило Внешэкономбанку рейтинг Baa1/P-2
- Standard & Poor's понизила рейтинги ОАО «Мосэнерго» до «BB-/ruAA-» в связи с ухудшением операционных и финансовых показателей компании и наличием значительных потребностей в рефинансировании.
- Банк России в ходе аукциона выдал банкам кредиты без обеспечения на 73,605 млрд. рублей.

## ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

### Денежный рынок

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Курс ЦБ USD/RUR	33.4133	33.4668	36.1644	29.3916
Курс ЦБ EUR/RUR	45.3151	45.4446	45.5201	41.4275
Курс EUR/USD	1.3562	1.3579	1.2587	1.4095
Ставка Fed Funds	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25
Ставка ЕЦБ	1.50	1.50	2.00	2.50

### Остатки на кор/сч ЦБ (млрд. рублей)

	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
По России	385.8	378.9	451.2	1 026.9
По Москве	250.4	230.4	305.3	802.7
Депозиты банков	214.8	255.6	137.1	136.6

### Межбанковский рынок и мировые индикаторы

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Mosprime 6m	19.96	19.71	23.88	22.67
Mibor - 1 день	9.79	9.99	10.65	10.55
Libor 6m USD	1.7625	1.7944	1.8031	1.7525
Индекс EMBI+	402.26	402.95	387.55	665
Индекс EMBI+ Rus	440.77	444.49	410.69	719

### Долговые рынки

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
10Y UST	2.76	2.74	3.01	2.49
Rus'30	8.58	8.45	9.88	10.05
Москва 39	16.25	16.26	15.44	8.80
Газпром А6	10.33	10.30	10.03	10.27
ОФЗ 46018	12.30	12.41	8.54	8.54

### Товарные и фондовые рынки

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Индекс Dow Jones	7776.18	7924.56	7062.93	9034.69
Индекс РТС	721.16	752.63	544.58	626.85
Brent Crude (ICE)	51.60	53.16	45.84	47.04
Light Sweet (NYMEX)	52.38	54.34	44.76	46.34
Gold	923.2	940.0	942.0	878.8

## Комментарий по внешнему рынку

### US Treasuries

Казначейские обязательства США начали неделю пессимистично. На фоне роста мировых фондовых индексов, а также «благодаря» заявлениям МИНФИНа США, суть которых сводилась к направлению 1 трлн. долларов США на выкуп безнадежных активов с целью оказания помощи финансовой системе, доходности UST в понедельник росли. Кроме того, давление на котировки американских госбумаг оказывалось еще и приближающимися аукционами US Treasuries общим объемом 98 млрд. долларов США. Не добавила оптимизма инвесторам и сильная статистика по вторичке. Продажи существующих домов в феврале выросли с 4.49 млн. до 4.72 млн. (+5.1 %). Тем не менее, снижение котировок казначейских облигаций было не сильным. Негативные факторы были «разбавлены» заявлениями заместителя председателя правления Народного Банка Китая о готовности Китая и дальше инвестировать средства в безрисковые американские бумаги.

Во вторник нисходящая динамика котировок UST в целом сохранилась. Факторы все те же – первичка (во вторник МИНФИН размещал двухлетние казначейские ноты на 40 млрд. долларов США) и растущий аппетит к риску (на фоне укрепления мировых фондовых рынков). Выделить можно было только бумаги с большой дюрацией. 30-летние казначейские ноты, например, подорожали на фоне сообщения о том, что ФРС США включила «длинные» облигации в список приобретаемых бумаг с целью удержания низких процентных ставок.

Результаты аукциона UST-2 объемом 40 млрд. долларов США можно признать успешными. По итогам размещения high yield была установлена на уровне 0.949 % годовых. При этом уровень спроса на ценные бумаги был выше, чем на предыдущем аукционе. Показатель bid/cover составил приблизительно 2.71 против 2.63 по итогам февральского аукциона.

К середине недели конъюнктура рынка американских обязательств не изменилась. Фондовые индексы росли, а за ними поднимались и доходности UST. Дополнительный негатив для рынка госбумаг США пришел с неудачного аукциона UST-5 объемом 34 млрд. долларов США. По итогам аукциона доходность облигаций составила 1.849 % годовых, при этом по прогнозам доходность выпуска не должна была превысить 1.801 % годовых.

Рост же мировых фондовых рынков в среду был обусловлен положительной статистикой США. Заказы на товары длительного пользования в феврале неожиданно для всех выросли на 3.4% вместо предсказывавшегося падения на 2.5 %. Правда, данные за январь были пересмотрены в сторону уменьшения с -5.2 % до -7.3 % и в годовом выражении снижение достигло -28.9 %. Заказы без учета транспорта выросли на 3.9 % (предыдущий месяц пересмотрен с -2.5 % до -5.9 %). Без учета оборонных заказов рост составил 1,7 %.

Ну что же, это первое увеличение за 7 месяцев и максимальный с лета 2005 рост заказов без учета транспорта.

Рост возглавили заказы на промышленное оборудование (+13.5 %), компьютеры (+5.6 %) и оборонную продукцию (+35.3 %). Как ни странно вырос объем заказов на транспорт (+2 %).

Заказы на невоенные средства производства без учета авиатехники выросли на 6.6 % после падения на 11.3 % (полученные после серьезного пересмотра) в предыдущем месяце. Тем не менее, в годовом выражении показатель в минусе на 22.8 %, так что перспективы наращивания инвестиций пока мрачные.

Отгрузки продолжают снижаться, потеряв в отчетном месяце еще 0.5 %.

Что можно сказать по данному поводу, кроме того, что данные неожиданные? Два три месяца рост новых заказов показывают отчеты от ISM. Возможно, максимальное падение уже позади и теперь, когда вроде бы по заявлениям властей все будет хорошо (если и не сейчас, но в перспективе конца этого года), компании постепенно начинают возобновлять производство. Излишние запасы постепенно расходятся по потребителям – в годовом выражении рост запасов составляет уже 3.7 % по сравнению с 8.3 % в октябре. Когда-то падение должно было закончиться. Но это не означает начало восстановления. Пока это просто пауза, которая не позволяет делать выводы, но, вероятно, темпы снижения замедлятся в ближайшем будущем.

Также можно соотнести эти данные с недавними цифрами по розничным продажам и с рынка жилья, которые также оказались лучше ожиданий. Наиболее оптимистичные товарищи восприняли это как признак стабилизации экономики в этом квартале, хотя лично мне пока кажется, что первый квартал будет еще более слабым, чем IV прошлого года хотя бы из-за продолжающегося падения все тех же запасов, которые как минимум до II квартала будут оказывать негативный эффект на динамику ВВП. И еще один аргумент в пользу того, что обольщаться рано. Эти данные отличаются не только чрезвычайно высокой волатильностью, но также подвержены существенному пересмотру.

Также порадовали продажи новостроек в феврале. Показатель увеличился с пересмотренных 322 тыс. до 337 тыс. или на 4.7 %, что оказалось лучше прогнозов рынка в 300 тыс. проданных домов. Это первое увеличение показателя с прошлого лета. Основной рост продаж наблюдался на юге страны. Запасы непроданных домов продолжили снижения и достигли уже значения в 330 тыс. Сокращение запасов началось уже давно и проходило медленно и мучительно. Прогресс налицо, но впереди еще есть пространство для снижения, которое необходимо для достижения равновесия на рынке. Строители же продолжают сокращать свою деятельность. Выводы из отчета – очень осторожный оптимизм, поскольку этот сегмент рынка все ближе к уровням, с которых должно будет начаться постепенное восстановление.

Ближе к концу недели инвесторы начали проявлять интерес к безрисковым активам. Связано это было с положительными итогами аукциона UST – 7 на 24 млрд. долларов США. По ходу размещения спрос на госбумаги оказался заметно выше, чем на аналогичном аукционе в феврале. Кроме того, в пятницу после заметного роста начали корректироваться мировые фондовые индексы. На этом фоне индикативная казначейская нота 10 серии завершила неделю с доходностью 2.76 % годовых.

В пятницу вышли данные по личным доходам. В феврале значение показателя сократилось на 0.2 % после роста на 0.2 % (пересмотренных в сторону понижения с 0.4%) в январе. Расходы выросли на 0.2 %, что совпало с прогнозом. Впрочем, реальные расходы потребителей в феврале упали на 0.2 % после роста на 0.7 % в январе.

Реальный располагаемый доход (после вычета инфляции и налогов) упал еще сильнее - на 0.4 %, что стало первым снижением с прошлого лета.

Доходы в ближайшие месяцы, вероятно, продолжат снижение, а вот располагаемый доход может получить поддержку от снижения налогов, что поможет ему противостоять негативному эффекту роста безработицы.

Реальные расходы, как уже было сказано, в феврале потеряли 0.2 %. За последние три месяца они снизились только на 0.8 %, что явно лучше динамики показателя в первой половине прошлого года. Есть основания предположить, что большая часть снижения показателя уже позади.

Уровень сбережения находится не так далеко от последнего максимума, поскольку потребители пытаются привести в порядок свои балансы, а также из-за высокой неопределенности будущего, которое вполне может преподнести им новые неприятные сюрпризы.

## Еврооблигации

В начале недели и торгового дня активность участников рынка была невысокой. Котировки рублевых евробондов изменялись незначительно, но уже к вечеру ситуация изменилась. На фоне позитивной статистики по продаже домов на вторичном рынке в США можно было наблюдать ценовой рост отечественных обязательств.

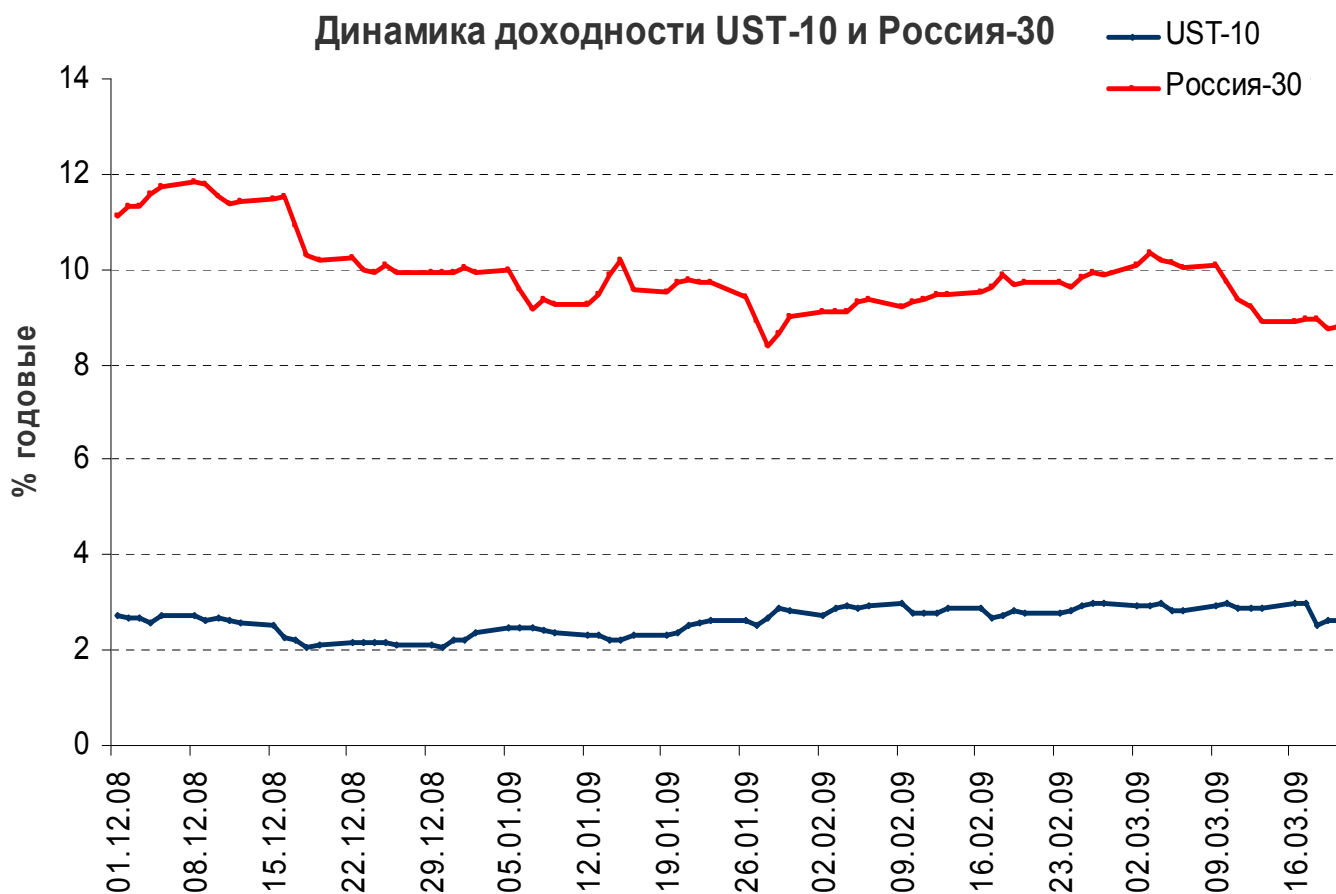
Во вторник рост еврооблигаций продолжился. Если быть точнее, то сильное движение вверх было зафиксировано на открытии. В качестве примера можно привести индикативный выпуск Россия – 30, подорожавший с утра до 95.5 % от номинала. Во второй половине дня можно было наблюдать некоторую фиксацию прибыли участниками рынка.

Стоит отметить, что российские еврооблигации выглядят довольно сильно. У игроков рынка данные бумаги пользуются высоким спросом, что, на мой взгляд, обусловлено пересмотром страновых рисков. За последнее время заметно выросли цены на нефть. ЦБ РФ вновь начал покупать доллары США. На этом фоне на рынке CDS начала сокращаться премия за суверенный риск России. Все вышесказанное благоприятно отразилось на настроениях инвесторов, в результате чего уже не первый день мы могли наблюдать уверенный рост котировок российских еврооблигаций.

Поведение участников рынка в середине недели можно было охарактеризовать как нейтральное. Несмотря на положительную статистику по штатам, котировки евробондов оставались практически без изменений. В суверенном сегменте наиболее ликвидные бонды Россия – 30 торговались на уровне около 95 % от номинала. При этом спрэд между индикативными выпусками UST – 10 и Россия – 30 продолжил сужаться и в итоге составил порядка 555 б.п.

В четверг оптимистичное настроение участников рынка сохранилось. На фоне довольно высокой торговой активности игроки рынка раскупали все относительно ликвидные выпуски. В итоге многие корпоративные евробонды в этот день закрылись выше на 2 – 3 п.п.

В последнюю торговую сессию недели аппетит к российским обязательствам немного снизился. Котировки Россия – 30 на закрытии торгов в пятницу были зафиксированы на уровне 94.75 – 95.25 % от номинала, эффективная доходность к погашению составила 8.58 % годовых (+13 б.п.). Спрэд между Россия – 2030 и UST – 10 составил порядка 582 б.п.



## Комментарий по денежному рынку

### Денежно-кредитный рынок

На денежно-кредитном рынке по-прежнему все спокойно. Несмотря на налоговые выплаты ставки МБК в течение недели изменялись в диапазоне 7 – 9 % годовых. Крупные выплаты, видимо, осуществлялись за счет валютных продаж. Также стоит отметить, что практически всю неделю нисходящую динамику демонстрировали объемы операций прямого РЕПО с ЦБ РФ. По моему мнению, это вполне логичное явление. Не испытывая острой потребности в ликвидности банкам просто нет смысла занимать под 12 % годовых.

Остатки на корсчетах банков в ЦБ РФ в пятницу выросли на 6.9 млрд. рублей и составили 385.8 млрд. рублей. В то же время депозиты кредитных организаций снизились на 40.8 млрд. рублей, составив по итогам недели 214.8 млрд. рублей.

Сегодня организации выплачивают налог на прибыль. Особых перемен в конъюнктуре рынка ставок МБК в связи с этим не ожидается, т.к. свободных рублевых ресурсов в финансовой системе по нашим оценкам предостаточно.

Сегодня ЦБ РФ опубликовал график беззалоговых аукционов на конец марта и весь апрель. 30 и 31 марта регулятор предоставит банкам на беззалоговых аукционах суммарно 25 млрд. рублей (15 млрд. сроком на 3 месяца, оставшиеся – на 5 недель). Денежные средства будут доступны 1 апреля. Здесь же стоит отметить, что на эту же дату приходится погашение одного из предыдущих аукционов на общую сумму до 39 млрд. рублей. Таким образом, можно ожидать дальнейшего сокращения задолженности кредитных организаций в рамках беззалоговых аукционов.

Не лишним будет отметить тот факт, что Банк России настроен на сокращение объемов задолженности по данному виду финансовых инструментов. По предварительному графику беззалоговых аукционов на апрель видно, что из пяти аукционов четыре сроком на 5 недель и только один аукцион - на 3 месяца (дата проведения – 20 апреля 2009 г.). Таким образом, не трудно догадаться, что банки по-прежнему останутся под жестким контролем регулятора, а заемные денежные средства станут теперь «короче» при той же дороговизне.

### Валютный рынок

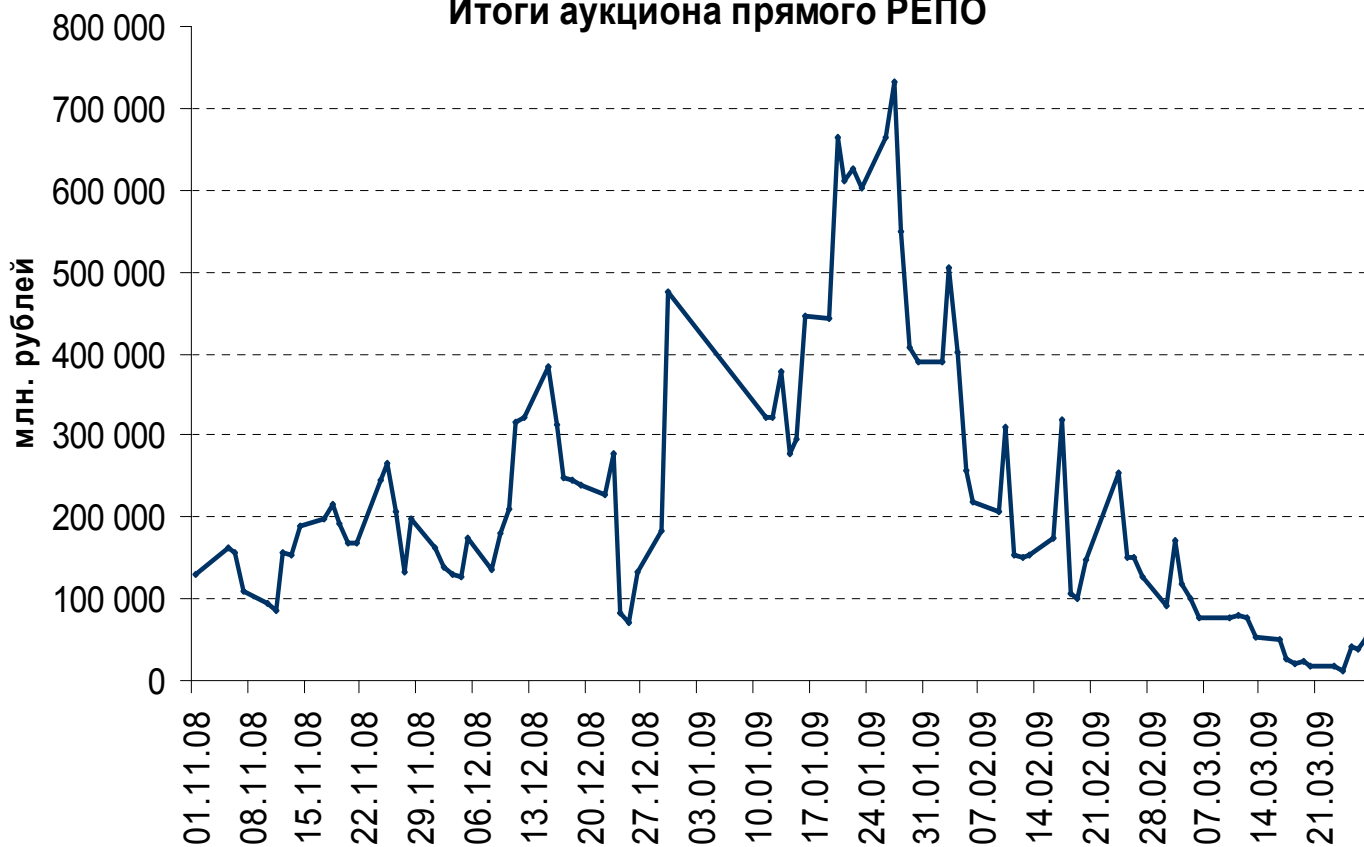
В первый рабочий день недели на фоне незначительного роста курса доллара США и падения евро под давлением объявления в США программы выкупа проблемных банковских активов рубль заметно укрепился по отношению к бивалютной корзине (0,55 доллар США и 0,45 евро). При этом стоит отметить, что активное участие в торгах начал принимать Банк России.

Вторник также начался с укрепления национальной валюты. Стоимость бивалютной корзины в моменте была зафиксирована на уровне 38.57 рубля. Но уже во второй половине дня ценовые движения изменились в обратном направлении, что было обусловлено ухудшением конъюнктуры мировых фондовых рынков, а также закрытием отдельными участниками рынка «коротких» позиций. Вновь на рынке присутствовал ЦБ РФ. Как и прежде регулятор осуществлял «по ступенчатую» скупку валюты, передвигая свой bid все ниже и ниже.

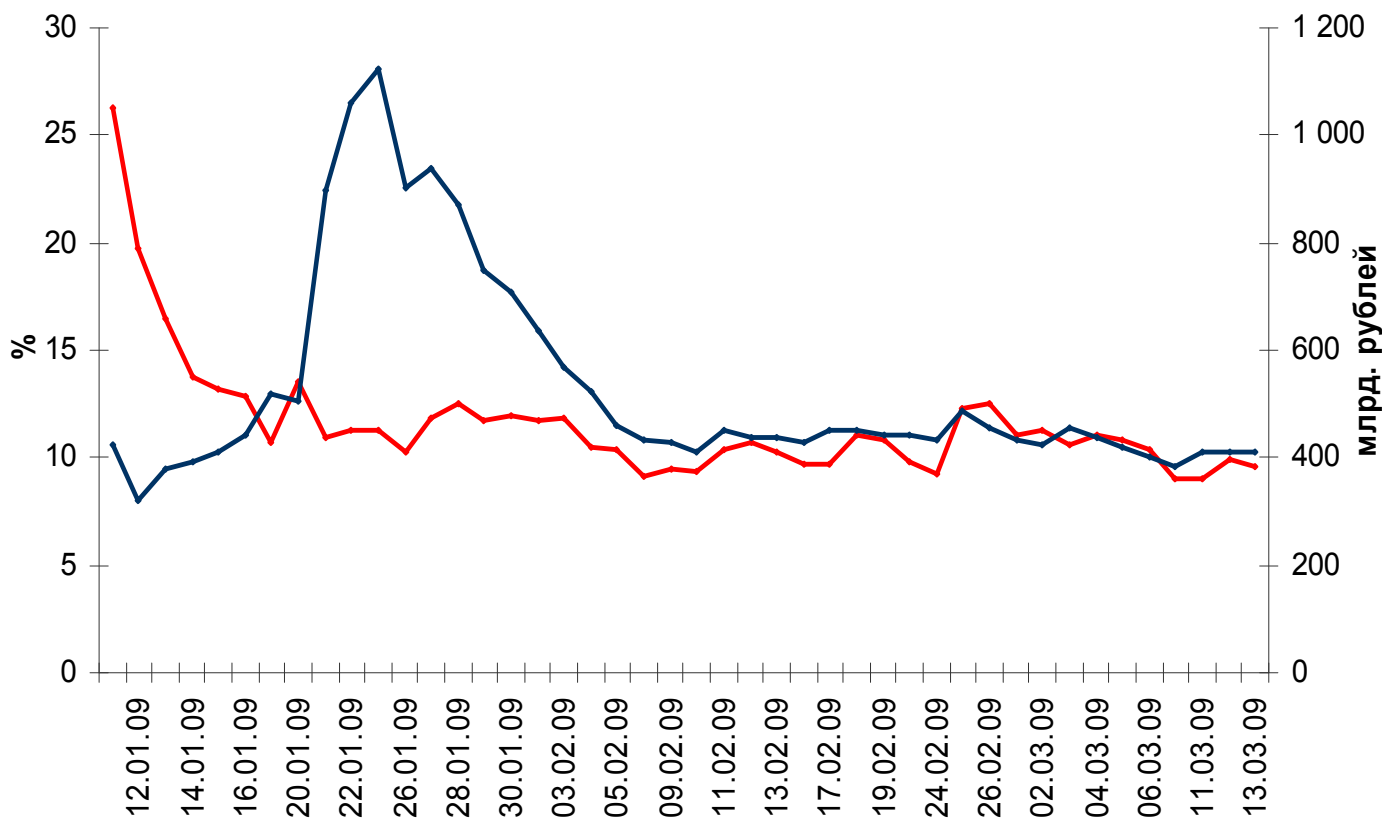
В среду коррекция бивалютной корзины продолжилась. Похоже, что игру на повышение, которую затеял Банк России, начали поддерживать спекулянты. Несмотря на существенную недооценку национальной валюты, есть ощущение, что регулятор не заинтересован в ее укреплении. Таким образом, заметный рост стоимости операционного индикатора ЦБ РФ вплоть до уровня в 39 рублей выглядел вполне логичным.

Конъюнктуру валютного рынка в конце недели можно было охарактеризовать как неоднозначную. Бивалютной корзине была присуща довольно высокая волатильность. Покупки на уровнях ниже 39 рублей можно было объяснить закрытием «коротких» позиций, либо краткосрочными спекулятивными покупками, а продажи на этих же уровнях объяснялись закрытием позиций в иностранной валюте с целью осуществления налоговых выплат.

### Итоги аукциона прямого РЕПО



### Остатки средств на коррсчетах банков (Россия) и MIBOR



## Комментарий по рынку внутренних долгов

### Рынок рублевых облигаций

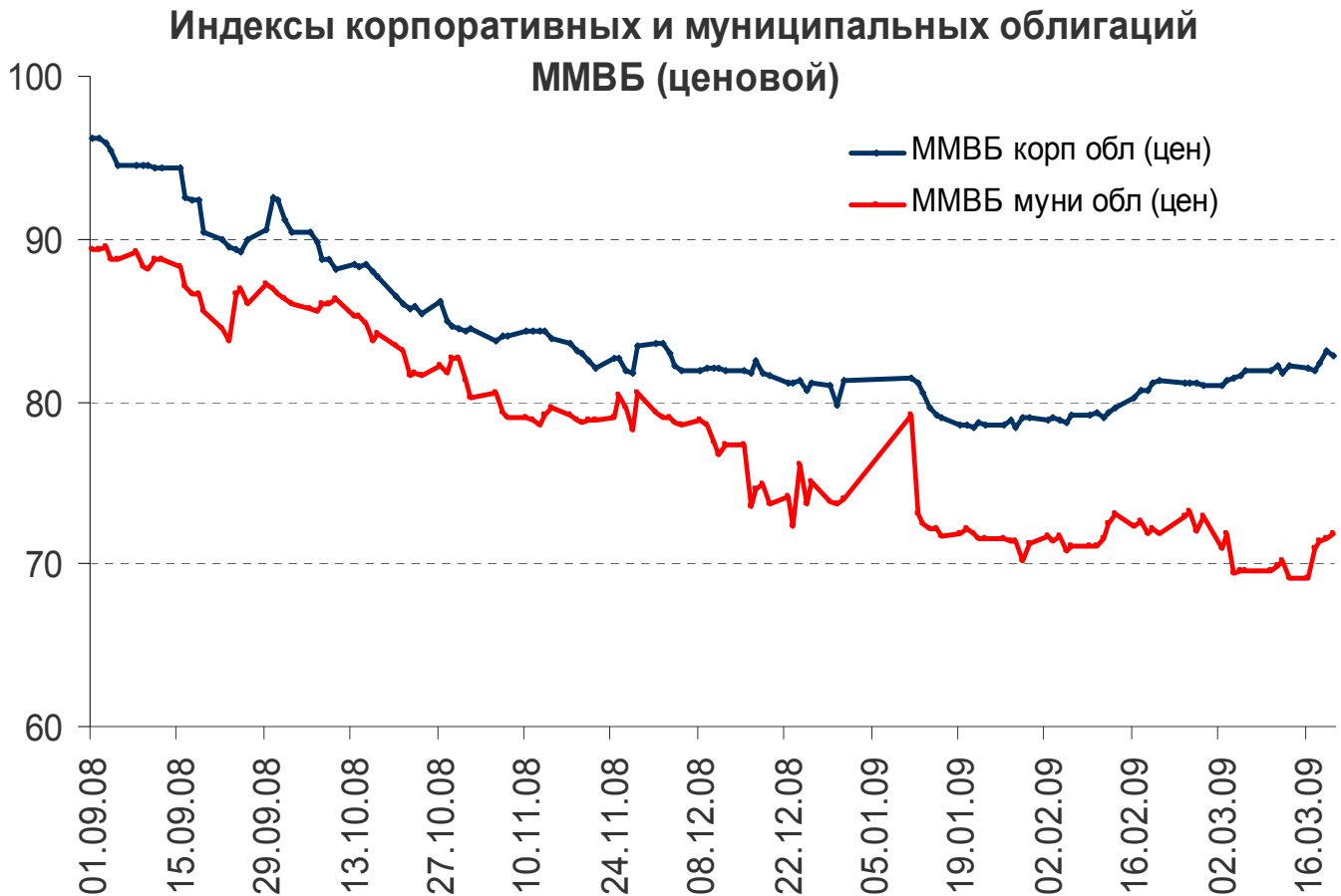
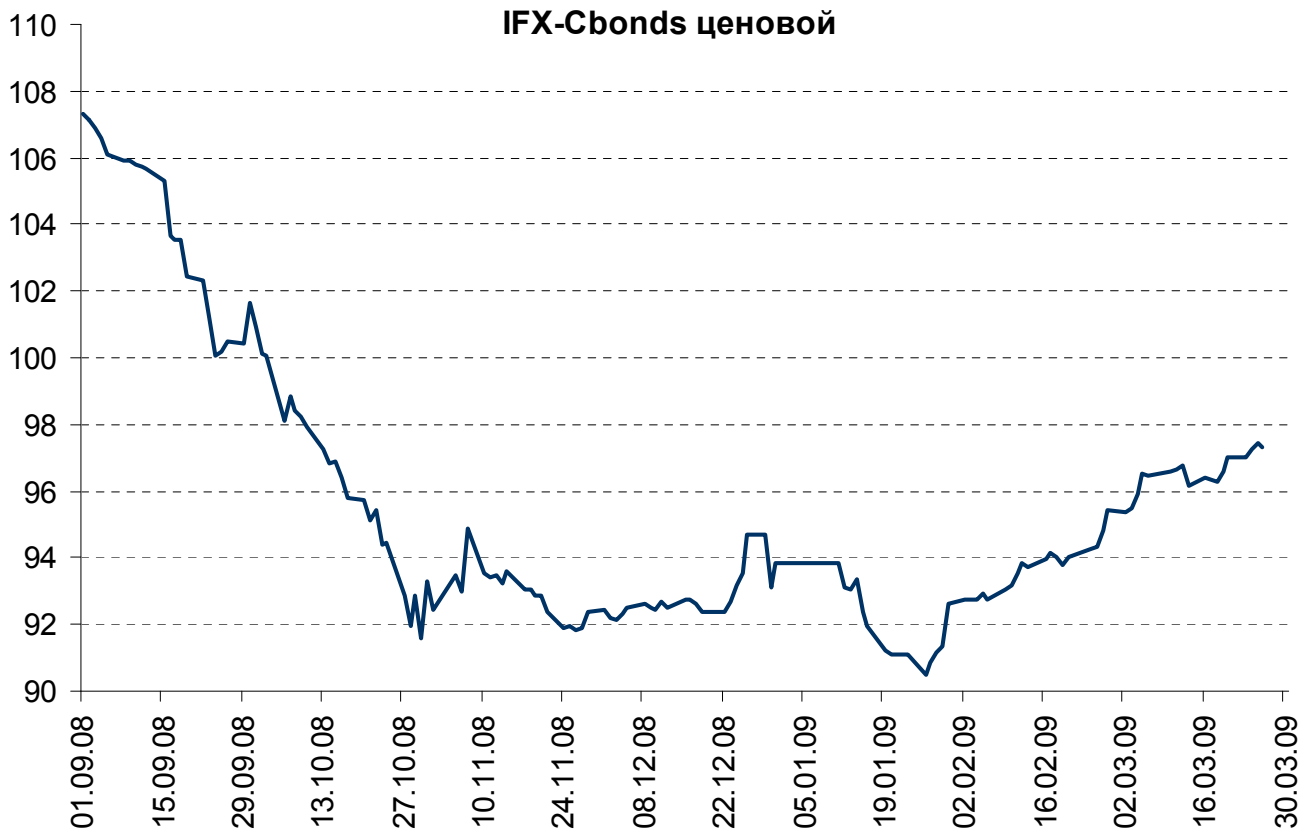
Торги на внутреннем долговом рынке в начале недели проходили в сопровождении традиционно низкой активности участников. При этом стоит отметить, что преобладанию интереса на покупку среди игроков рынка способствовало укрепление рубля. Спросом у инвесторов, как и прежде, пользовались качественные ценные бумаги второго эшелона. Несмотря на некоторый позитив на рынке рублевых облигаций ликвидности в облигациях третьего эшелона по-прежнему нет. Спрэды между котировками на покупку и продажу здесь по-прежнему широкие.

Не смогли «раскачать» низкокачественный сегмент рынка и продолжившие свое снижение ставки NDF. Ставка по форвардным контрактам на один год, например, составляла в начале минувшей недели 15 %. На этом фоне можно было наблюдать некоторый рост котировок на внутреннем долговом рынке. Исключением стал лишь третий эшелон. Кредитные риски эмитентов здесь по-прежнему велики, а потому для восстановления данного сегмента рынка может потребоваться что-то большее, плюс какое-то время.

Вплоть до конца недели на рынке рублевых облигаций превалировал слабый оптимизм. При этом говорить о формировании восходящего тренда не приходится. На рынке совершаются точечные сделки, что можно объяснить лишь окончанием месяца и квартала и желанием отдельных участников торгов несколько увеличить стоимость своих «бумажных» портфелей.

По итогам торгов 27 марта ценовой индекс IFX-Cbonds-P приравнялся к 97.4337 пункта, индекс полной доходности IFX-Cbonds – 214.3564 пункта.







## Кредитный комментарий

### Разгуляй: «длинные» долги по коротким обязательствам

Согласно информации от руководства Группы «Разгуляй» размер совокупного долга компании по итогам 2008г. составил 28,4 млрд. руб., при этом в 2009г. Группе предстоит пройти оферты и погашения по ряду облигационных выпусков на общую сумму 17 млрд. руб. Очевидно, что на сегодняшний день Группа «Разгуляй» не в состоянии самостоятельно погасить такой объем публичного долга.

В первую очередь, стоит отметить четыре облигационных выпуска Группы на 10 млрд. руб., зарегистрированных на ООО «Разгуляй-Финанс», так как в первой половине текущего года Разгуляй предстоит проходить оферты сразу по трем из них на общую сумму 8 млрд. руб. Именно о судьбе этих трех выпусков (серии 02, 03 и 04) на прошлой неделе 26 марта руководство Группы «Разгуляй» вместе со своим финансовым консультантом в лице ОАО АБ «Открытие» общалось с инвесторами.

Так, из-за сложившейся сложной экономической обстановки Группа «Разгуляй» обратилась к держателям этих облигационных выпусков с предложением о реструктуризации своих обязательств по данным займам. Как нам стало известно от участников встречи, Группа «Разгуляй» в рамках реструктуризации данных облигационных выпусков готова выплатить держателям бумаг в дни оферт 20% номинала каждого выпуска сразу, еще 30-40% через год, а оставшуюся часть в даты погашения бумаг (в 2011г., 2012г. и 2013г. соответственно). При этом ставки купонов по всем выпускам Группа «Разгуляй» готова установить на уровне 17% годовых на весь срок до погашения бумаг. Отметим, что условия реструктуризации, предложенные руководством Группы «Разгуляй», не самые плохие по сравнению с рядом предложений других эмитентов, но и не отражают уровень реального кредитного риска Группы, к тому же время на обсуждение и урегулирование данного плана реструктуризации у держателей бумаг почти не осталось, так как срок ближайшей оферты по одному из выпусков наступит уже на этой неделе 3 апреля.

Помимо выпусков, зарегистрированных на ООО «Разгуляй-Финанс», за Группой числится еще ряд выпусков биржевых облигаций с погашением в этом году, их общая сумма составляет 7 млрд. руб. По всем выпускам биржевых облигаций Группы организатором выступал Газпромбанк, который, как мы считаем, исходя из доходности в момент размещения бумаг, и выкупил их на себя. Учитывая стратегическую важность предприятий Группы и уже оказанную господдержку, не исключено, что Газпромбанк в дальнейшем реструктурирует обязательства Группы «Разгуляй» по данным биржевым облигациям на новые выпуски (согласно данным с Sбonds в настоящее время у Группы «Разгуляй» зарегистрирован еще ряд выпусков биржевых облигаций на общую сумму 8,5 млрд. руб). Косвенное подтверждение такому варианту развития событий было получено на встрече с держателями облигаций ООО «Разгуляй-Финанс» на прошлой неделе. Так было сказано, что размещение данных биржевых облигаций носило «технический» характер (т.е. весь объем выкупил один или несколько крупных инвесторов), и в данный момент Группой «Разгуляй» ведутся переговоры о возможности и условиях реструктуризации данных выпусков. Вполне возможно, что условием подобной реструктуризации может стать залог контрольных пакетов акций предприятий Группы.

Группа «Разгуляй» представляет собой агропромышленный холдинг, который включает в себя управляющую компанию ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» и три отраслевых субхолдинга – зерновой, сахарный и сельскохозяйственный. Зерновая компания контролирует около 9% российского рынка торговли зерном, 19,4% рынка крупы и 2,5% рынка муки, а его производственные активы включают 22 предприятия (12 линейных элеваторов, 6 мукомольных предприятий, 4 крупяных предприятия). Сахарная компания контролирует 12,4% отечественного сахарного рынка, его производственные активы включают 11 сахарных заводов и 1 молочно-консервный комбинат. Относительно недавно в Группе был создан еще один субхолдинг, «Разгуляй-агро», в котором будут объединены все земельные активы Группы и, соответственно, операции по выращиванию сырья для переработки.

Из последней доступной консолидированной отчетности Группы «Разгуляй» по итогам 1 полугодия 2008г. по МСФО видно, что совокупная выручка Группы за 6 мес. 2008г. составила 11,5 млрд. руб., увеличившись на 35% по сравнению с аналогичным периодом 2007г. Основным драйвером роста выручки Группы за этот период стало увеличение объема операций по торговле зерном при

постоянном росте цен на эту продукцию, в то время как доходы сахарного субхолдинга Группы немного сократились.

По итогам 1 полугодия 2008г. показатель EBITDA Группы «Разгуляй» достиг 1,4 млрд. руб., что на 177% больше аналогичного показателя предыдущего года, а рентабельность по EBITDA за этот период увеличилась на 6,2 п.п. до 12,1%. При этом стоит отметить, что мы скорректировали показатели EBITDA, которые приводит компания, на сумму доходов от продажи активов. Чистая прибыль Группы по итогам 1 полугодия 2008г. увеличилась почти вдвое и составила 736 млн. руб., рентабельность по чистой прибыли за этот период увеличилась до 6,4%.

<b>Динамика основных финансовых показателей Группы «Разгуляй»</b>			
<b>Основные финансовые показатели</b>	<b>1 пол. 2007</b>	<b>2007</b>	<b>1 пол. 2008</b>
Выручка, млн. руб.	8 501	31 010	11 476
EBITDA*, млн. руб.	501	3705	1389
Чистая прибыль, млн. руб.	382	1 230	736
Активы, млн. руб.	32 064	38 964	47 649
Собственный капитал, млн. руб.	14 660	17 042	17 618
<b>Показатели рентабельности</b>			
Рентабельность по EBITDA, %	5,9	11,9	12,1
Рентабельность по чистой прибыли, %	4,5	4,0	6,4
Рентабельность активов, %	2,4	3,2	3,1
<b>Показатели долговой нагрузки</b>			
Финансовый долг, млн. руб.	14 250	13 989	22 702
долгосрочный долг*, %	35	21	5
краткосрочный долг*, %	65	79	95
Выручка/Финансовый долг, х	1,2	2,2	1,0
Финансовый долг/EBITDA, х	14,2	3,8	8,2
EBITDA/Проценты к уплате, х	1,7	2,7	1,9
Финансовый долг/Активы	0,44	0,36	0,48

\* – данные скорректированы

Источник: отчетность Группы «Разгуляй» по МСФО, расчеты АКБ «Связь-Банк»

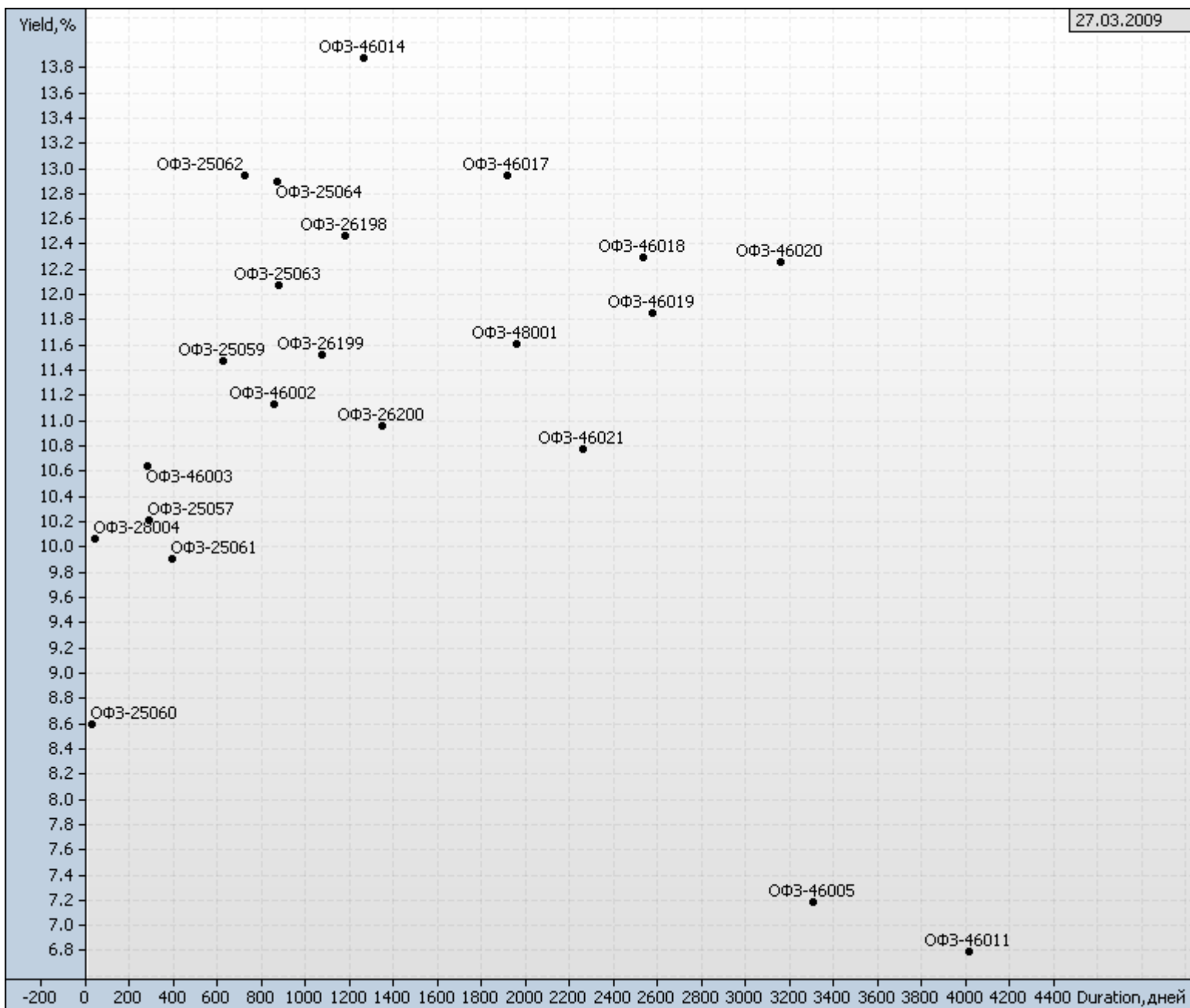
Однако стоит отметить, что за рассматриваемый период существенно возросла долговая нагрузка Группы «Разгуляй». Так, по итогам 1 полугодия 2008г. совокупный долг Группы увеличился на 62% с начала года и достиг 22,7 млрд. руб. Особенно настораживает доля краткосрочных обязательств в структуре долга Группы – 95%, с учетом корректировки на предстоящие в 1 полугодии 2009г. оферты по трем облигационным выпускам ООО «Разгуляй-Финанс» на 8 млрд. руб. При этом по итогам 1 полугодия 2008г. показатель «Выручка/Финансовый долг» составил 1,0х (против 2,2х на начало года), а показатель «Финансовый долг/EBITDA» достиг критического уровня 8,2х.

Также стоит отметить, что во время встречи с инвесторами на прошлой неделе руководство Группы «Разгуляй» озвучило предварительные итоги деятельности компании за 2008г. Так, по итогам года выручка Группы составила 39,5 млрд. руб., показатель EBITDA достиг 2 млрд. руб., при этом из-за девальвации валютных долгов компании и переоценки активов Группа получила убыток по итогам финансового года, однако, размер убытка не уточняется. Совокупный долг увеличился до 28,4 млрд. руб. Таким образом, текущая долговая нагрузка Группы «Разгуляй» достигла катастрофического уровня: соотношение «Долг/EBITDA» составляет 14х.

При таком финансовом состоянии и в условиях нестабильности рынка капитала и кредитования, мы считаем, что единственным положительным выходом для Группы «Разгуляй» из сложившегося «долгового коллапса» может стать только реструктуризация всех долговых обязательств, которая вряд ли возможна без господдержки.

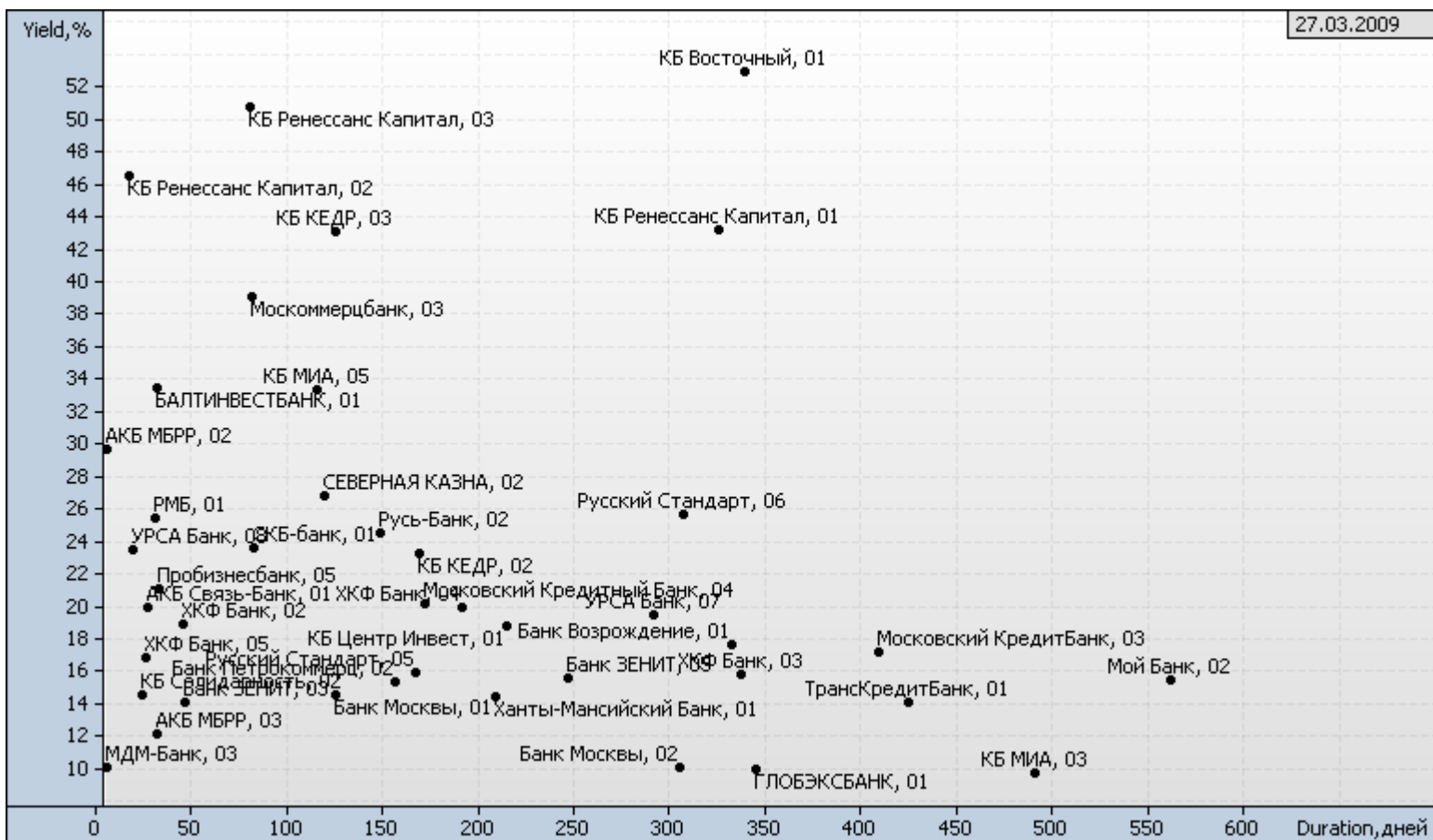
# Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства.

## ОФЗ

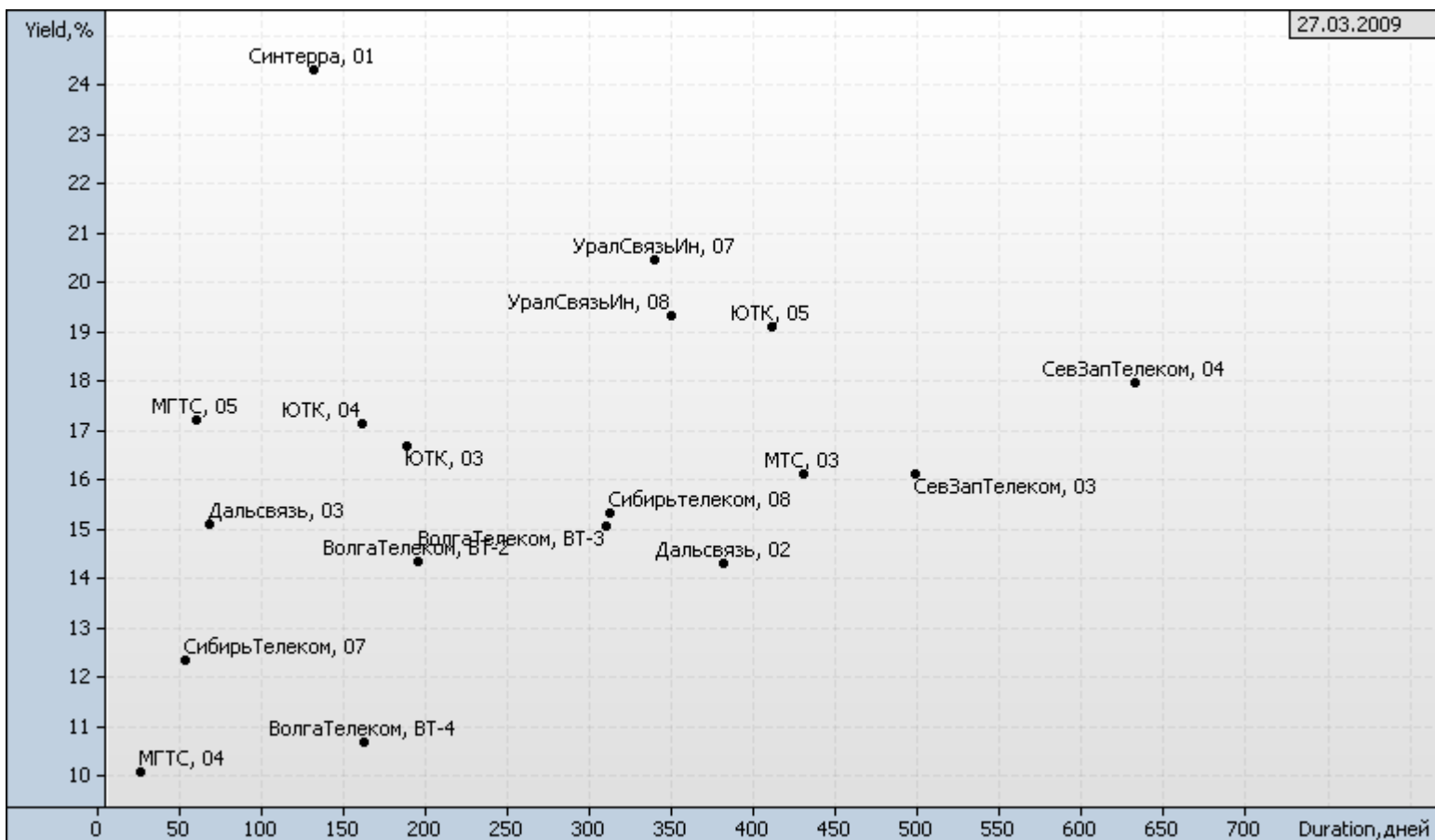


Источник: QuoteTotal 2

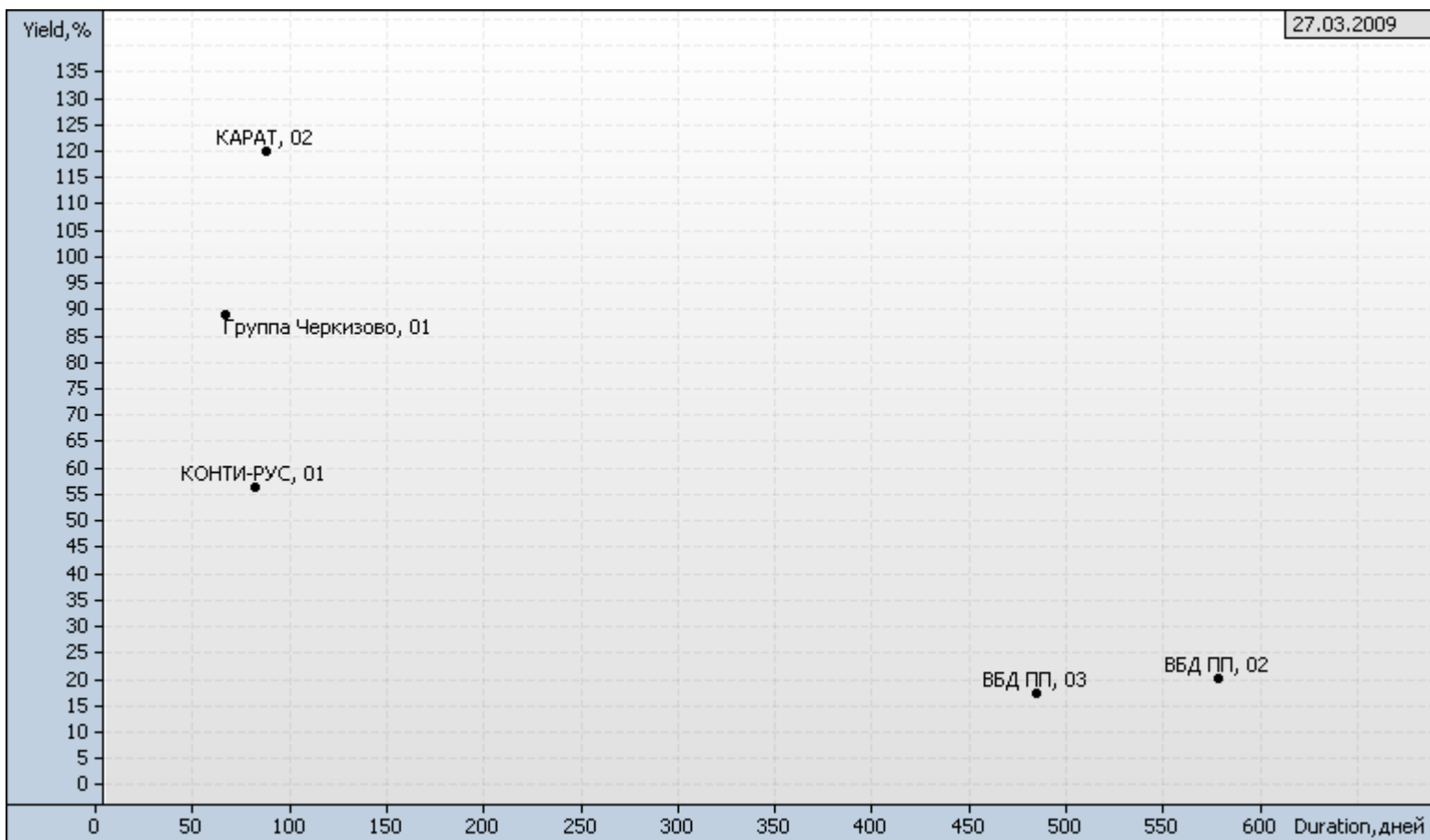
## Банки



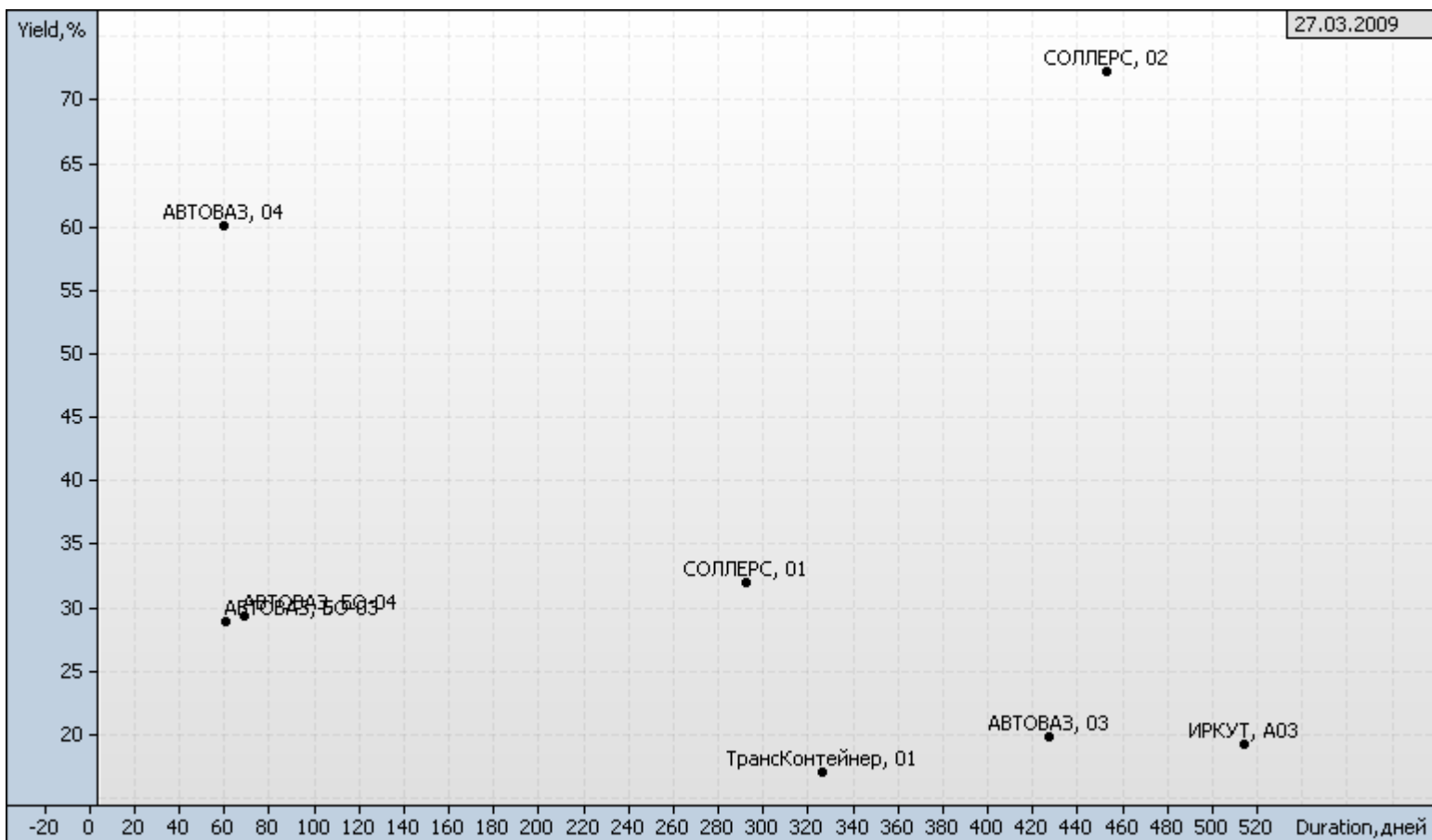
## Телекомы



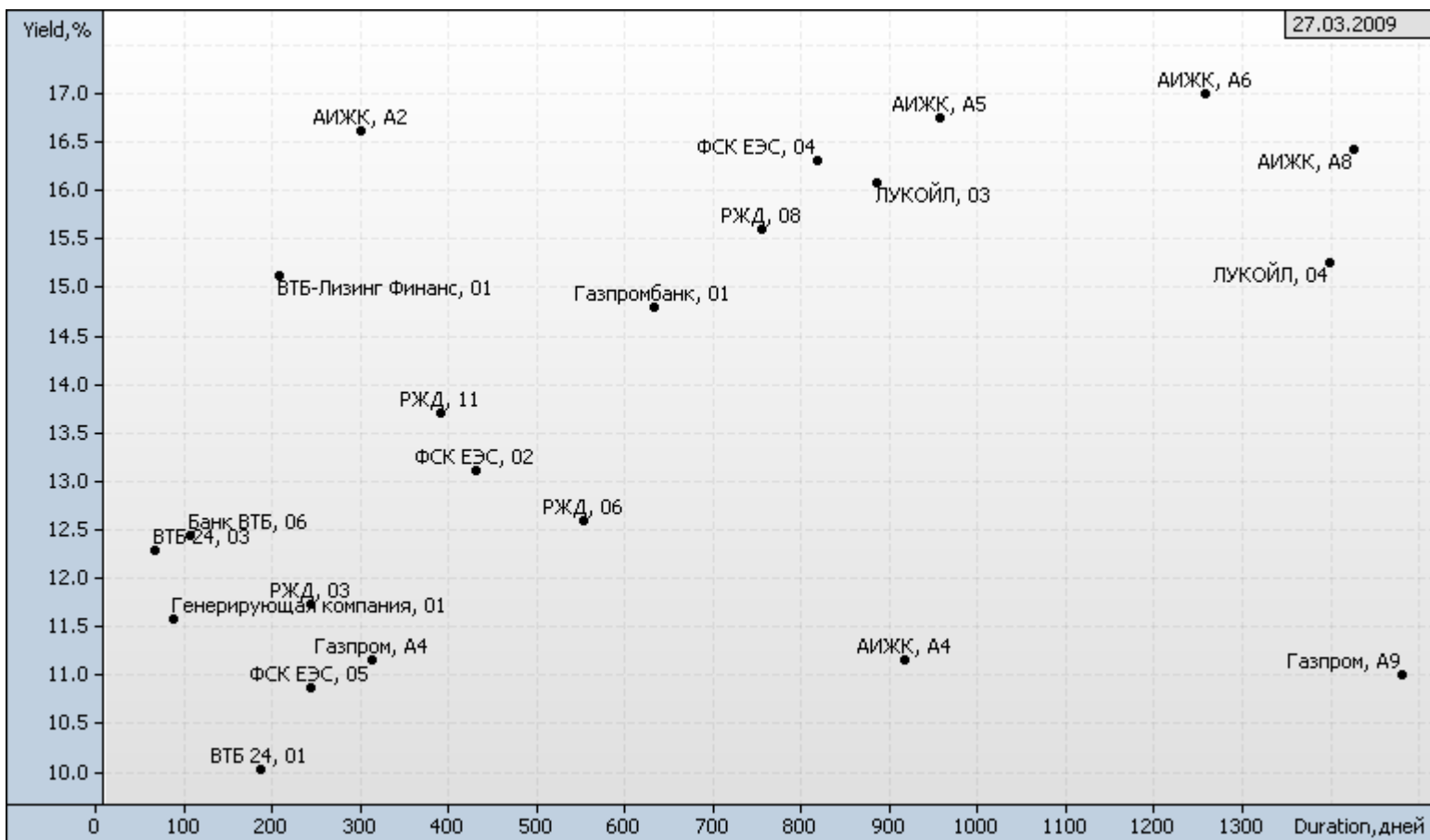
## Пищевая промышленность



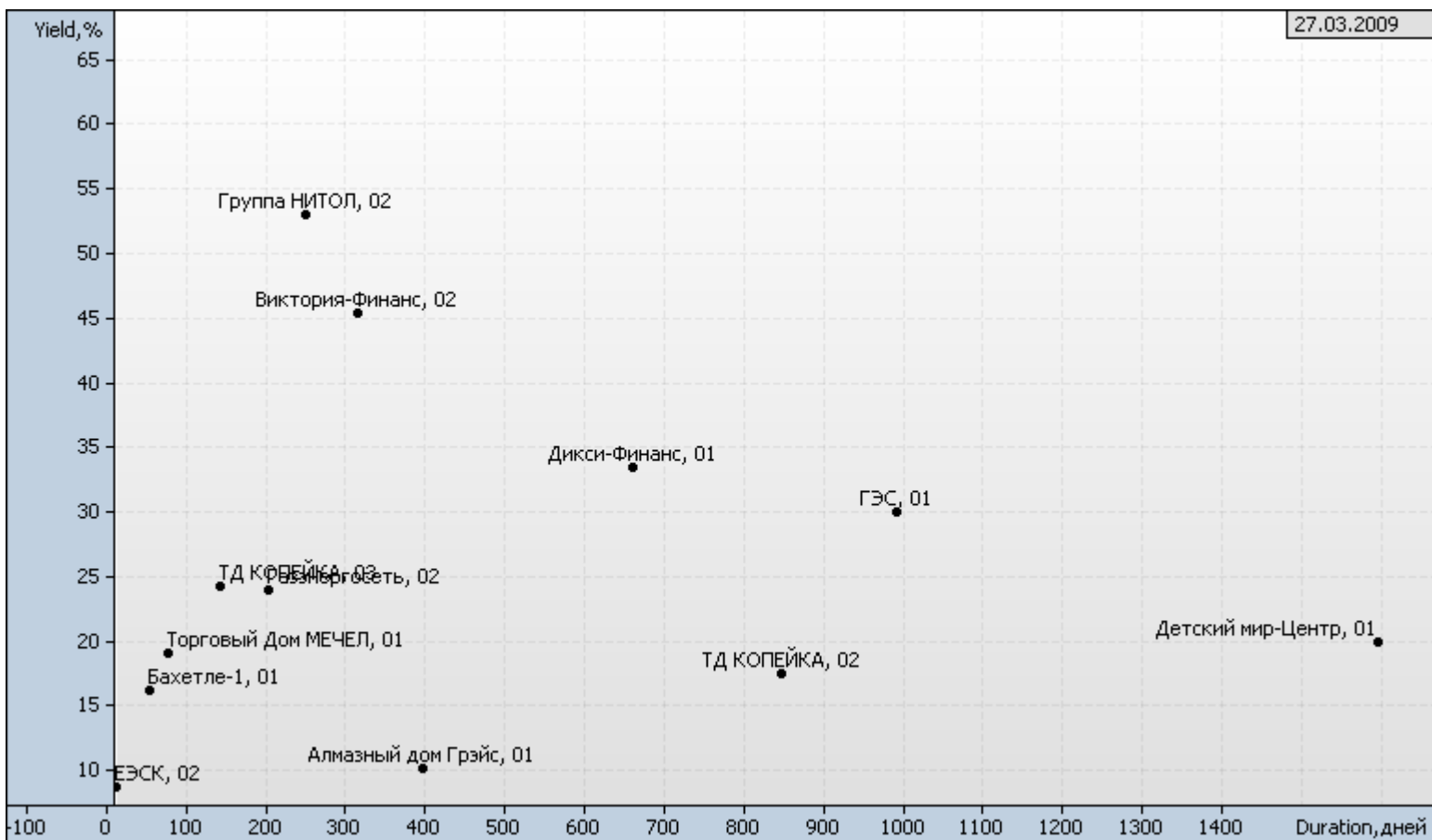
## Машиностроение



## Фишки



## Торговля



## ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»  
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр.1  
Тел.: +7(495) 228-36-42  
E-mail: [IB@sviaz-bank.ru](mailto:IB@sviaz-bank.ru)  
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

### Руководство

Автухов Михаил 228-38-01  
[IB@sviaz-bank.ru](mailto:IB@sviaz-bank.ru)

Бахшиян Шаген 228-36-42  
[IB@sviaz-bank.ru](mailto:IB@sviaz-bank.ru)

### Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)  
[emission@sviaz-bank.ru](mailto:emission@sviaz-bank.ru)

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)  
[emission@sviaz-bank.ru](mailto:emission@sviaz-bank.ru)

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)  
[emission@sviaz-bank.ru](mailto:emission@sviaz-bank.ru)

Менлиманова Мирана 228-36-42 (30-23)  
[emission@sviaz-bank.ru](mailto:emission@sviaz-bank.ru)

Сухина Юлия 228-36-42 (30-24)  
[emission@sviaz-bank.ru](mailto:emission@sviaz-bank.ru)

Кривоногова Юлия 228-36-42 (31-99)  
[emission@sviaz-bank.ru](mailto:emission@sviaz-bank.ru)

### Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)  
[sales@sviaz-bank.ru](mailto:sales@sviaz-bank.ru)

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)  
[sales@sviaz-bank.ru](mailto:sales@sviaz-bank.ru)

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)  
[sales@sviaz-bank.ru](mailto:sales@sviaz-bank.ru)

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)  
[sales@sviaz-bank.ru](mailto:sales@sviaz-bank.ru)

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)  
[broker@sviaz-bank.ru](mailto:broker@sviaz-bank.ru)

### Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)  
[broker@sviaz-bank.ru](mailto:broker@sviaz-bank.ru)

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)  
[broker@sviaz-bank.ru](mailto:broker@sviaz-bank.ru)

### Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)  
[research@sviaz-bank.ru](mailto:research@sviaz-bank.ru)

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)  
[research@sviaz-bank.ru](mailto:research@sviaz-bank.ru)

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)  
[research@sviaz-bank.ru](mailto:research@sviaz-bank.ru)

### Кредитный анализ

Чердаков Евгений 228-36-42 (30-95)  
[CR@sviaz-bank.ru](mailto:CR@sviaz-bank.ru)

Тарасов Олег 980-05-61 (31-05)  
[CR@sviaz-bank.ru](mailto:CR@sviaz-bank.ru)