

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, б.п.
Нефть (Urals)	125.13	-0.83	-0.66	GAZP' 34	108.86	0.14	7.82	-1
Нефть (Brent)	129	-0.85	-0.65	Bank of Moscow 09	-	-0.05	5.31	4
Золото	959.75	-5.75	-0.60	UST 10	98.33	0.00	4.08	0
EUR/USD	1.5857	0.00	0.06	РОССИЯ 30	112.51	-0.29	5.62	4
USD/RUB	23.2102	-0.01	-0.03	Russia'30 vs UST'10	153			-5
Fed Funds Fut. Prob июл.09 (3%)	92%	9.00%		UST 10 vs UST 2	145			-5
USD LIBOR 3m	2.79	0.00	0.16	Libor 3m vs UST 3m	134			-6
MOSPRIME 3m	5.92	0.00	0.00	EU 10 vs EU 2	3			-3
MOSPRIME o/n	3.89	0.06	1.57	EMBI Global	301.15	-1.23		-4
MIBOR, %	3.94	0.08	2.07	DJI	11 496.6	0.44		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1117.20	60.10	11.24	Russia CDS 10Y \$	122.38	-3.38		1
Сальдо ликв.	174.8	51.20	41.42	Gazprom CDS 10Y \$	243.84	-2.32		-6

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

С надеждой на лучшее

Фонд содействия реформирования ЖКХ начнет перечислять средства

Размещения недели: Вымпелком, Росводоканал, ДВТГ, УРАЛСИБ лизинг

Оферты: ВТБ-06, Рост Лайн, Агрохолдинг

Оферты: 8.2 млрд. руб. на две недели вперед. Интересны: МИЭЛЬ-1 и ПМЗ-01

Первичный рынок: рублевые облигации

ЛСР: ориентир по ставке купона 11.75 – 12.75% годовых привлекателен

Глобальные рынки

Обратились к фундаменталям

Первичный рынок: еврооблигации

Еврооблигации ТМК: Премия 150 б.п. для трехлетних бумаг

Корпоративные новости

Еврохим может привлечь синдикацию на \$1.5 млрд

Акционеры ТНК-ВР отказались от дивидендов

АЛРОСА: результаты за 2007г.

Distressed debt

Миннеско рассказало инвесторам сказку на ночь

Новости коротко

Новые выпуски

- **ВымпелКом-Инвест** планирует начать размещение дебютного выпуска облигаций объемом 10 млрд руб. 25 июля 2008 г. Срок обращения ценных бумаг - 5 лет, по бумаге предусмотрена 1.5-годовая оферта./ АКМ
- **АИЖК** объявило конкурс на организацию размещения облигаций четырех выпусков (серии А12, А13, А14, А15) объемом 7 млрд руб. каждый. Все выпуски обеспечены государственными гарантиями РФ./ Прайм-ТАСС
- **ООО «ЛЭКстрой»** (входит в строительно-инвестиционный холдинг ЛЭК) начнет размещение 3-летних облигаций серии 02 объемом 2.5 млрд руб. 25 июля 2008 г. Срок обращения выпуска – 3 года, предусмотрена 1.5-годовая оферта.
- **РВК-Финанс (SPV-компания Группы «Росводоканал»)** начнет размещение дебютного облигационного выпуска сроком обращения 3 года 1.75 млрд руб 24 июля 2008 г. Организатором размещения ценных бумаг выступает Альфа-Банк. Ориентир доходности к годовой оферте – 11.75-12.25%./ Прайм-ТАСС
- Минфин РФ 23 июля 2008 г аукцион по размещению дополнительного выпуска **ОФЗ 46022** объемом 11 млрд руб. и **ОФЗ 26201** объемом 7 млрд руб./ Прайм-ТАСС
- **КБ КЕДР** планирует разместить облигации серии 03 объемом 1.5 млрд руб. 25 июля 2008 г./ Прайм-ТАСС

Рейтинги

- Standard & Poor's подтвердила рейтинги **ЗАО «Страховая акционерная компания «Альянс»**— кредитный рейтинг контрагента и рейтинг финансовой устойчивости страховой компании (оба на уровне «BBB-»). Прогноз изменения рейтингов стабильный./ S&P
- Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг контрагента российского **Внешпромбанка** с «ССС» до «В-». Прогноз изменения рейтингов — стабильный./ S&P

Синдицированные Кредиты

- **МДМ-Банк** подписал договор синдицированного займа на сумму \$535 млн со структурой, включающей кредиты А и В. Кредит А на сумму \$35 млн предоставлен на 4 года. Льготный период по кредиту составляет 1 год. Кредит В на сумму \$500 млн предоставлен на 1 год с условием единовременного погашения в конце срока./ АКМ
- По словам финансового директора банка Андрея Ильина первой декаде августа 2008 г **МДМ-банк** планирует завершить 1-ый этап сделки (продажа пула автокредитов - warehouse financing) по секьюритизации автокредитов на сумму от \$300 млн по ставке не более 9.25%. Организаторами сделки являются Merrill Lynch и Bank of Tokio Mitsubishi., секьюритизация автокредитов начнется непосредственно в течение 9 месяцев после завершения первого этапа продажи пула автокредитов.
- **Еврохим** ведет переговоры о привлечении синдицированного кредита на \$1.5 млрд. Полученные средства пойдут на общекорпоративные нужды./ Рейтер

Внутренний рынок

С надеждой на лучшее

Обзоры этой недели нам хотелось бы начать с оптимистичной ноты, однако не можем оставить без внимания события на рынке в последний торговый день.

Объем торгов с новыми выпусками РЖД-08 и МТС-03 постепенно снижается, но мы ждем усиления активности в этих выпусках по мере поступления средств фонда ЖКХ. Котировки РЖД-08 продолжают оставаться на уровне 99.9% (YTM - 8.68%). Пока у нас сохраняется ощущение, что эта магическая цифра поддерживается искусственным образом.

Высокая премия, предложенная ТМК при размещении 3-х летних облигаций (около 150 б.п. при ставке 10.0%), несколько не смутила владельцев рублевых долговых инструментов. Котировки ТМК-03, например, потеряли жалкие 1 б.п., а доходность бумаг к оферте в феврале 2010 г. составила 8.99%.

В целом в пятницу день завершился довольно скучно. Мы также наблюдали отдельные сделки с blue chips, котировки которых изменились разнонаправленно. Отдельно можно выделить разве что снижение котировок облигаций Московской области на 25 - 60 б.п. кривая доходности которой поднялась до уровней 9 - 9.35% годовых.

В госсекторе в пятницу можно было увидеть запоздалые распродажи. Сильнее всего пострадала серия облигаций 46019, котировки которой снизились на 323 б.п., а доходность выросла на 45 б.п. до уровня 7.91 % - явно выделяющегося над всей кривой ОФЗ. Наиболее ликвидный в последний торговый день выпуск ОФЗ серии 46018 снизился на 17 б.п., а его доходность выросла до 6.94%. По итогам дня оборот с выпуском составил порядка 2.0 млрд. руб.

Фонд содействия реформирования ЖКХ начнет перечислять средства

В пятницу в Интервью REUTERS директор департамента размещения временно свободных средств фонда ЖКХ Олег Рулин сказал, что уже с этой недели фонд начнет перечислять средства в Управляющие Компании и Банки, выигравшие в конкурсе на управление средствами. Всего компаниям будет переведено порядка 60 млрд. руб. По словам представителя фонда, суммы распределены примерно равномерно среди 10 управляющих. Минимальный размер суммы в управление составляет 5.0 млрд. руб.

Помимо жестких ограничений по доступным инструментам инвестирования, на данном этапе важно, что средства в УК будут перечисляться по траншево - по 20%. Каждый следующий транш будет перечисляться по итогам инвестирования предыдущего. Т.е. на этой неделе на рынок облигации может придти порядка 12.0 млрд. руб. Мы полагаем, что такой объем вряд ли окажет существенное давление на котировки доступных для инвестирования облигаций.

Егор Федоров

Размещения недели: Вымпелком, Росводоканал, ДВТГ, УРАЛСИБ лизинг

По нашим оценкам, на этой неделе состоится 8 размещений на сумму 28.25 млрд. руб. Самым интересным на наш взгляд станет размещение Вымпелком-Инвеста (10 млрд. руб.). Организаторы закрывают книгу в четверг 24 июля, технически размещение состоится в пятницу. Напомним, что ориентир по купону составляет 8.75 - 9.25% годовых. Мы подробно писали об этом выпуске в обзоре от 4 июля 2008 г.

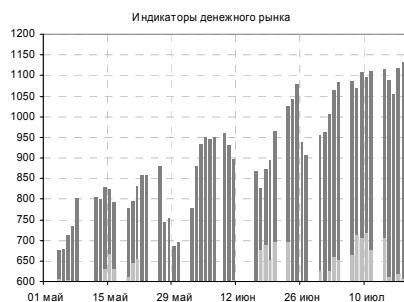
Также, на наш взгляд, инвесторам будут интересны выпуски Росводоканала (см. обзор от 27 июня 2008 г.), ДВТГ (см. обзор от 07 июля 2008 г.) и УРАЛСИБ-Лизинг (подробнее об этом выпуске мы напишем в наших будущих обзорах).

Оферты: ВТБ-06, Рост Лайн, Агрохолдинг

В пятницу состоялось исполнение обязательств в рамках оферт по облигациям: ВТБ-06, Агрохолдинг-Финанс-01 и Рост Лайн-01. Если относительно рыночности выпуска Рост Лайн-01 у нас есть сомнения (по нашим оценкам в рамках оферты было выкуплено около 35% выпуска), то результаты Агрохолдинга и ВТБ можно считать относительно успешными. Так, по официальным данным Агрохолдингу пришлось выкупить около 11.5% от обращающегося объема 1.0 млрд. выпуска, а ВТБ - 13.1% (1.96 млрд. руб. из выпуска объемом 15.0 млрд. руб.). ВТБ-06, правда, стал лидером по оборотам в пятницу. Сумма сделок составила 6.2 млрд. руб. Мы полагаем, что эти сделки также были совершены в рамках оферты. Однако поскольку цена сделок несколько превысила номинал, и мы не можем точно сказать, насколько рыночной оказалась их природа. Остается верить официальным сообщениям, и предположить, что в рамках оферты произошло перераспределение владельцев облигаций ВТБ-06.

Оферты: 8.2 млрд. руб. на две недели вперед. Интересны: МИЭЛЬ-1 и ПМЗ-01

По нашим оценкам, максимальный объем обязательств корпоративных эмитентов в рамках оферт в ближайшие две недели, может составить порядка 8.2 млрд. руб. – весьма скромная величина по сравнению оборотами в июне. На наш взгляд, для инвесторов интерес будут представлять выпуски облигаций риэлтерской компании **МИЭЛЬ**, где ставка была щедро поднята с 12.13% до 16.5%, и выпуска представителя отрасли двигателестроения ПМЗ-01. **Пермский Моторный Завод** вслед за МиГом и Сатурном поднял ставку до 12.0% годовых, что на наш взгляд является приемлемым уровнем, но вряд ли застрахует менеджмент компании от волнений при прохождении оферт. Со своей стороны мы также не исключаем, что инвесторы могут воспользоваться правом оферты, для того, чтобы получить дополнительную премию и не зафиксировать убыток в случае появления сделок по обратному выкупу.



■ Объем средств на корсчетах, млрд. руб. ■ Объем средств на депозитах, млрд. руб.

Источники: Центральный Банк РФ

Рублевые корпоративные облигации. Исполнение оферт

Дата исполнения	Выпуск	объем, млн. руб.	прежний купон, %	новый купон, %	разница	Цена оферты
21 июл 08	МИЭЛЬ-Финанс-1	1 500	12.13%	16.50%	4.37%	100.0%
23 июл 08	Банк Россия-01	1 500	9.00%	11.00%	2.00%	100.0%
25 июл 08	Городской Супермаркет-01	1 000	11.50%	11.50%	0.00%	100.5%
28 июл 08	ЦУН ЛенСпец СМУ-02	1 500	10.94%	11.75%	0.81%	100.0%
29 июл 08	Пермский моторный завод-01	1 200	9.60%	12.00%	2.40%	100.0%
29 июл 08	Магнолия-01	1 000	11.95%	15.00%	3.05%	100.0%
31 июл 08	Уральская Хим. Компания-01	500	13.50%	13.50%	0.00%	100.0%
		8 200				

Источники: Cbonds, Rusbonds

Квартальные платежи вряд ли окажут влияние на ликвидность

На этой неделе российские банки будут переводить квартальные платежи по налогам. Объем выплат по нашим оценкам составит порядка 300 млрд. руб. Так за последний месяц объем средств на корсчетах и депозитах в ЦБ вырос более чем на 200 млрд. руб. до 1100 млрд. руб. Сегодня, как и на протяжении всего месяца, ставки overnight на МБК составляют порядка 3.75 – 4.25% годовых. Мы полагаем, что накопленная подушка ликвидности позволит банковской системе без труда пройти очередной пик налоговых платежей.

Егор Федоров

Первичный рынок: рублевые облигации

ЛСР: ориентир по ставке купона 11.75 – 12.75% годовых привлекателен

Параметры выпуска:

Эмитент:	ОАО «Группа ЛСР»
Объем:	5.0 млрд. руб.
Срок обращения:	3 года лет
Оферта:	1,5 года

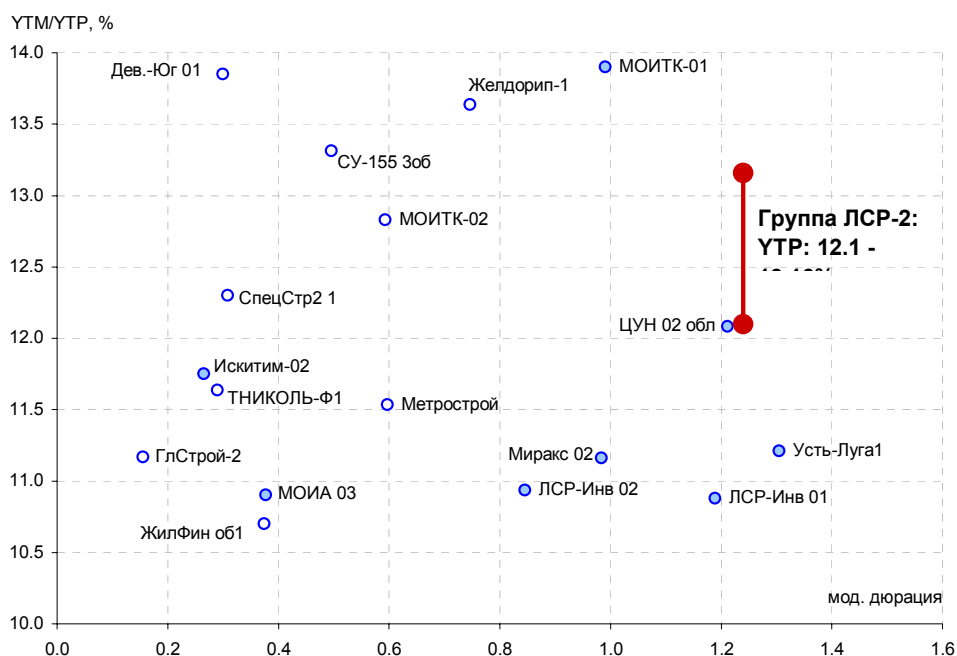
Ожидания организаторов:

Ставка купона:	11.75 – 12.75%
Доходность к оферте:	8 52 – 9.05%

В пятницу организатор выпуска облигаций серии 02 ОАО «Группа ЛСР» банк УРАЛСИБ начал маркетинг нового выпуска компании. Ориентир ставки первого купона находится на уровне 11.75 – 12.75% годовых, что соответствует доходности к 1,5 годовой оферте на уровне 12.1 – 13.16% годовых.

Размещение предварительно запланировано на 31 июля. Учитывая, что выпуск имеет все шансы попасть как в список А1 (по крайней мер так обещают организаторы), так и в ломбардный список ЦБ (эмитенту присвоены рейтинги В1 по версии Moody's и В+ по версии Fitch), мы считаем объявленные ориентиры весьма и весьма привлекательными. Кроме того, выпуск несет премию в размере от 100 до 200 б.п. к текущей кривой доходности эмитента, сформированной из выпусков ЛСР-Инвест -01 и ЛСР-Инвест-02, которые не входят ни в А1, ни в ломбардный список ЦБ.

На наш взгляд, Группа ЛСР является одной из немногих компаний строительного сектора, которая методично достигает поставленные ранее цели и не разочаровывает инвесторов.



Источники: Банк Москвы

По сравнению с присутствующими на рынке рублевых облигаций игроками строительного сектора Группа ЛСР выделяется в лучшую сторону. Нам нравится динамика бизнеса, его диверсифицированность и долговая нагрузка компании.

Из последних новостей стоит отметить усиление географической диверсификации бизнеса компании и выход за пределы Северо-Западного Региона. Из наиболее ярких событий стоит отметить покупку крупнейшего девелопера Екатеринбурга — ЗАО «Нова-Строй» (сумма сделки составила около 100 млн евро). Новое приобретение позволило ЛСР замкнуть цепочку по созданию на Урале бизнес-модели из подразделений по девелопменту, строительству и производству стройматериалов.

Несмотря на то, что инвестиции группы в уральские активы за последние полгода уже превысили 200 млн евро. мы полагаем, что группа будет поддерживать долговую нагрузку на умеренном уровне.

В начале июня компания удачно прошла оферту по выпуску облигаций серии 01. В рамках оферты ЛСР пришлось выкупить всего порядка 16 % от общего объема выпуска (2 млрд руб.). Компания не стала повышать купонную ставку, оставив ее на уровне 10.7 % до погашения в декабре 2012 г.

Егор Федоров

Кредитные рейтинги российских эмитентов

	S&P	Moody's	Fitch
Камская Долина	B-		
ЛенспецСМУ	B		
Avenue Group		B3	
Mirax		B2	B
ПИК			BB-
Система-Галс		B1	B+
Группа ЛСР		B1	B+
Открытые инвестиции (OPIN)		B1	

Источники: данные рейтинговых агентств

Сравнительный анализ финансовых показателей

	Группа ЛСР			ЛенСпецСМУ			ПИК Группа		
	IFRS 2006	IFRS 2007	% год к году	IFRS 2006	IFRS 2007	% год к году	IFRS 2006	IFRS 2007	% год к году
Отчетность в млн. \$									
Выручка	776.6	1 402.6	80.6%	284.2	348.5	22.6%	1 549.5	2 703.0	74.4%
ЕБИТДА	138.1	623.8	351.6%	27.0	84.0	211.3%	474.7	939.0	97.8%
Чистые процентные расходы	32.2	73.9	129.4%	0.0	3.6	-	29.1	70.0	-
Чистая прибыль	40.5	359.3	787.1%	16.0	52.4	228.6%	298.5	700.0	134.5%
Рентабельность по ЕБИТДА	18%	44%		9%	24%		31%	35%	
Итого активы	1 471.3	3 900.9	165.1%	515.9	863.2	67.3%	2 493.4	5 162.0	107.0%
Совокупный долг	548.9	981.5	78.8%	99.0	271.1	174.0%	912.4	1 411.0	54.7%
Совокупный долг/ Активы	37.3%	25.2%		19.2%	31.4%		36.6%	27.3%	
Долгоср. долг/ Совокупный долг	60.3%	55.4%		86.8%	62.6%		-	100.0%	
Совокупный долг/ ЕБИТДА	3.97x	1.57x		3.67x	3.23x		1.92x	1.50x	
ЕБИТДА/ Процентные платежи	4.29x	8.44x		>30	23.61x		16.29x	13.41x	
CF	-57.6	-256.7		-65.1	-267.7		-59.3	7.8	

Источники: данные компаний, расчеты Банка Москвы

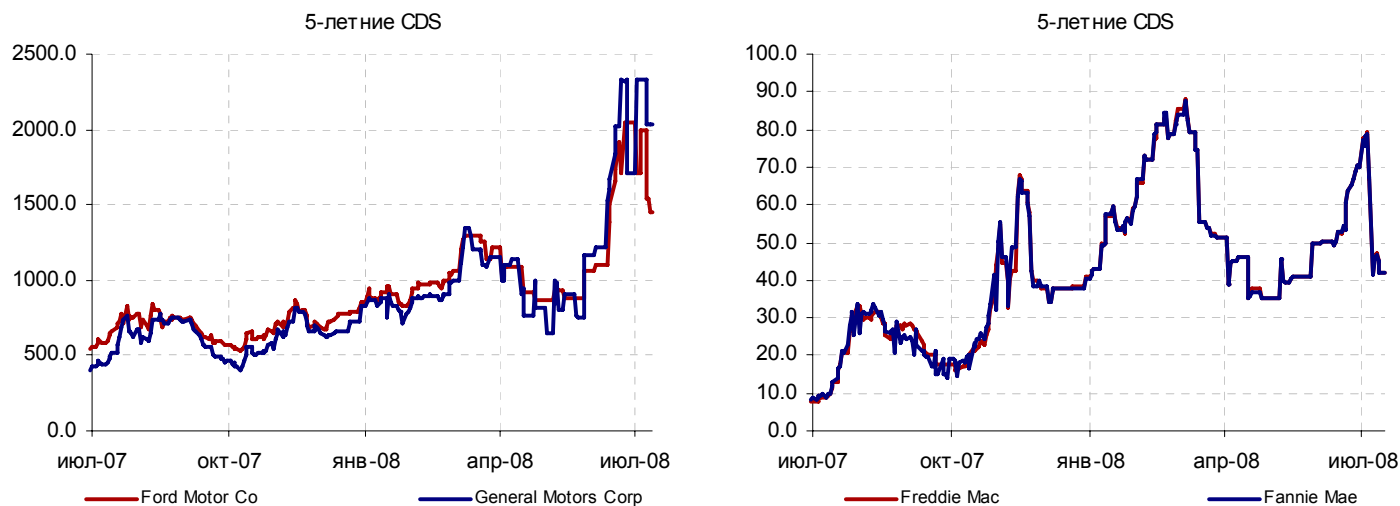
Глобальные рынки

Обратились к фундаменталиям

Период бегства к рискам по техническим причинам взял перерыв на прошлой неделе. Словесные интервенции представителей финансовых властей США, а также умеренно-негативная отчетность крупнейших банков немного успокоили инвесторов.

В конце прошлой недели мы смогли наблюдать обратный отток средств из us-treasuries, в результате чего кривая доходностей выросла на 11-13 б.п. на отрезке 5 - 30 лет и всего лишь на 3 б.п. на отрезке 2 года - всего лишь на 3 б.п. до 2.56.

О некотором улучшении ситуации на кредитных рынках в начале недели свидетельствует динамика CDS компаний, находящихся в эпицентре кредитного кризиса: Freddie Mac, Fannie Mae, Ford Motor и General Motor.



Источники: Bloomberg

Сегодня рынок начинает переваривать все то, что произошло в последние 1,5 недели с момента усиления кризиса вокруг ипотечных агентств в США и реакции финансовых властей США. Как мы уже отмечали, инвесторам понравились расставленные финансовыми властями акценты: утром – борьба с финансовым кризисом, вечером – с инфляцией. Кроме того, долгожданное падение цен на commodities вкупе с объявленными мерами по борьбе с ветряными мельницами (ужесточение регулирования маржинальных сделок) и бесконечные словесные интервенции по поддержке крупнейших в мире ипотечных агентств привели к росту оптимизма среди инвесторов.

Как результат – новые продажи us-treasuries и крики о том, что инфляция не учтена в ценах us-treasuries. На наш взгляд, эти крики вполне обоснованы, и напомним, что до усиления последней напряженности уровень поддержки 10-летних Казначейских облигаций находился на отметке 4.10% годовых. Текущий уровень доходности 10-летних us-treasuries в 4.09% годовых только подбирается к этому рубежу.

Егор Федоров

Первичный рынок: еврооблигации

Еврооблигации ТМК: Премия 150 б.п. для трехлетних бумаг

В сегменте российских корпоративных еврооблигаций, безусловно, самым интересным событием не только пятницы, но и, пожалуй, прошлой недели, стало закрытие сделки по размещению 3-х летних еврооблигаций ТМК. Мы считаем, что это стало возможным благодаря спаду напряжения на глобальных рынках, однако не спасло эмитента от предоставления супер-премии в доходности при размещении. Компания разместила 3-х летние евробонды на 25 б.п. ниже объявленной ранее премии по ставке 10.0% годовых. На наш взгляд, ТМК стала жертвой очередной волны кредитного кризиса, не сумев попасть в «окно» благоприятной конъюнктуры в начале июня. По нашим оценкам fair YTM для трехлетних облигаций компании составляет около 8.5%. Таким образом, премия по выпуску составляет порядка 150 б.п., что является максимальным уровнем для российских корпоративных еврооблигаций нефинансового сектора в этом году. Даже с учетом предполагаемого дальнейшего ухудшения конъюнктуры, новый выпуск ТМК представляется нам очень привлекательным.

Егор Федоров

Корпоративные новости

Еврохим может привлечь синдикацию на \$1.5 млрд

По данным Reuters и Интерфакс, Еврохим в течение ближайших 7-10 дней запускает синдикацию кредита на \$1.5 млрд, которые, как мы понимаем, целиком пойдут на реализацию проекта освоения Гремячинского месторождения. В случае Еврохима, который на фоне исключительно благоприятной конъюнктуры на рынке удобрений демонстрирует EBITDA margin в 42.5% (на конец марта 2008 г.), отрицательный чистый долг в районе \$700 млн. и выручку только по итогам 1 кв. 2008 г., превышающую \$1.0 млрд, дополнительный долг в заявленного размера не ухудшит кредитные характеристики группы. По нашим оценкам, показатель Чистый долг/EBITDA даже после такой транзакции не превысит 1.0x. Кроме того, мы думаем, что синдикация (даже такого большого объема), если все сложится нормально, обойдется компании дешевле выпуска евробонда.

Недавно и Fitch, и S&P подняли рейтинги компании до «BB», и теперь по композитному рейтингу Еврохим смотрится лучше Евраза и на одном уровне с Северсталью. Единственный евробонд компании EuroChem 2012 (8.19%) практически лежит на кривой, образованной выпусками Евраза и Северстали, за исключением перепроданных Evraz 2013 и Evraz 2018. Несмотря на повышающееся кредитное качество Еврохима, мы не ожидаем серьезной реакции в бондах компании: в условиях текущей нестабильности на рынках, дюрация бумаг (более 3 лет) является важным ограничительным фактором.

Леонид Игнатьев

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима, МСФО

МСФО, \$ млн	2003	2004	2005	2006	1 кв. 2007	2007	1 кв. 2008	1 кв. 08/07
Выручка	966	1 507	1 891	1 968	592	2 889	1 061	79.0%
EBITDA	176	495	576	455	157	885	450	186.2%
Чистая прибыль	132	283	330	257	110	633	359	227.9%
Совокупный долг	300	253	436	509	608	526	540	-11.3%
Чистый долг	264	182	375	433	-334	-103	-709	-
Собственный капитал	194	383	869	1 064	1 175	1 634	2 079	76.9%
Всего активы	783	866	1 550	1 846	2 056	2 649	3 040	47.9%
EBITDA margin (%)	18.2%	32.9%	30.5%	23.1%	26.6%	30.6%	42.5%	
EBITDA/ проценты (x)	4.0	12.4	23.1	13.0	15.6	18.8	47.3	
Долг/EBITDA (x)	1.7	0.5	0.8	1.1	1.0	0.6	0.3	
Чистый долг/EBITDA (x)	1.5	0.4	0.7	1.0	-0.5	-0.1	-0.4	
Долг/ Собственный капитал	1.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	

Источник: данные компании, расчеты Банка Москвы

Акционеры ТНК-ВР отказались от дивидендов

Британская the Sunday Telegraph сообщила, что ВР заблокировала выплату дивидендов акционерам ТНК-ВР в размере \$1.8 млрд. Это произошло на уровне головной компании ТНК-ВР – ТНК-ВР Limited. Мы бы сочли этот факт еще одним свидетельством продолжения войны акционеров нефтяной компании. Однако Коммерсантъ пишет о том, что это решение было согласовано с российскими акционерами компании (консорциумом ААР) и что и российские, и британские акционеры согласились с развитием компании за счет собственных средств в условиях затрудненного доступа к заемному финансированию. Мы положительно оцениваем факт того, что почти \$2.0 млрд не будут выведены из компании, а будут направлены как на развитие, так и на рефинансирование текущей задолженности (потенциально). Эта новость говорит о частичном снижении рисков рефинансирования для нефтяной компании.

За последние 3 месяца кривая доходности евробондов ТНК-ВР с началом нового витка распродаж на Emerging markets подросла: снижение котировок на коротком конце составило 1.5-2.0 п.п и около 4.0-4.5 п.п – на ее длинном конце. Однако, как нам кажется, этот процесс происходил в рамках общей тенденции на рынке, нежели на новостях об акционерном конфликте. Текущий спрэд между кривой ТНК-ВР и Газпрома в 150 бп представляется нам не привлекательным для покупок.

Леонид Игнатьев

АПРОСА: результаты за 2007г.

В пятницу компания АПРОСА опубликовала результаты за 2007г. по МСФО. В целом мы оцениваем результаты АПРОСЫ как нейтральные.

- Выручка снизилась на 4%, в основном за счет снижения продаж на внутреннем рынке
- EBITDA выросла на 1%, маржа EBITDA выросла с 37.7% до 39.8%.
- Долг увеличился почти на треть – с \$2.4 млрд до \$3.3 млрд.
- На конец 2007г. АПРОСА аккумулировала около \$300 млн на выкуп евробондов с рынка, однако какой из двух выпусков выкупала компания нам неизвестно.
- Таким образом, Долг/EBITDA компании достиг 2.4X в 2007г. Соотношение Чистый долг/EBITDA на конец 2007г. составляло 1.7X.

Мы оцениваем кредитный профиль АПРОСЫ как довольно сильный, правда, запланированная масштабная инвестпрограмма способна значительно повысить долговую нагрузку и ухудшить кредитные метрики компании.

Напомним, что в начале июня АПРОСА приняла решение выпустить еврооблигации объемом 1 млрд руб. сроком обращения 10 лет, верхний «потолок» по доходности – 9%. Цель займа – рефинансирование своего краткосрочного долга.

Сейчас на рынке обращается один выпуск евробондов Апросы объемом \$500 млн, доходность бумаги к погашению в 2014г. составляет 7.94%, выпуск практически лежит на кривой Газпрома, поэтому мы не видим апсайда по бумаге. Более привлекательной инвестицией сейчас мы считаем покупку нового выпуска облигаций ТМК, размещенного со ставкой 10%.

Анастасия Михарская

Финансовые показатели АК АПРОСА, МСФО, млн. долл.

Показатель	2006	2007	Изменение, %
Выручка	3 476.6	3 551.2	-4%
ЕВITDA	1 312.4	1 412.9	1%
Чистая прибыль	634.4	633.4	-6%
Активы	7 554.3	9 281.6	15%
Денежные средства	159.8	891.7	420%
Долг	2 366.7	3 330.4	31%
Рент-ть по EBITDA	37.7%	39.8%	
Чистая рент-ть	18.2%	17.8%	
Долг/EBITDA	1.8	2.4	
Чистый долг/EBITDA	1.7	1.7	
EBITDA/Проценты	44.6	26.2	
Долг/Активы	31.3%	35.9%	
Долг/Выручка	68.1%	93.8%	

Источники: Апроса, оценки БМ

Distressed debt**Миннеско рассказало инвесторам сказку на ночь**

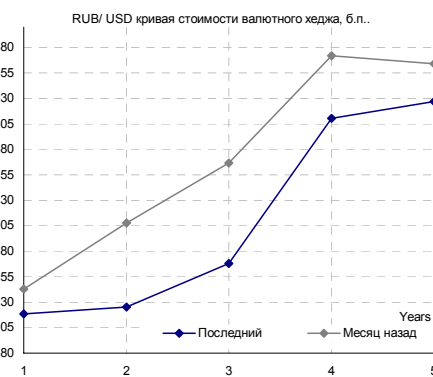
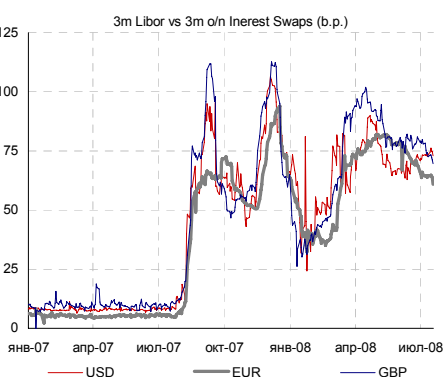
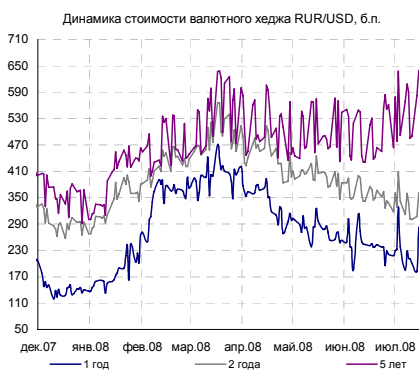
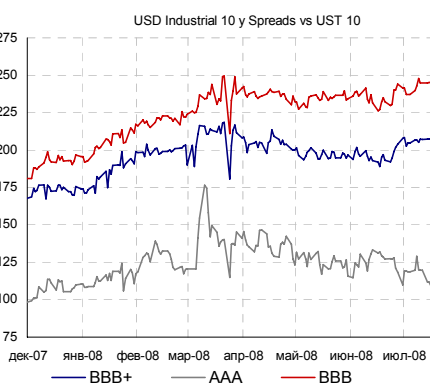
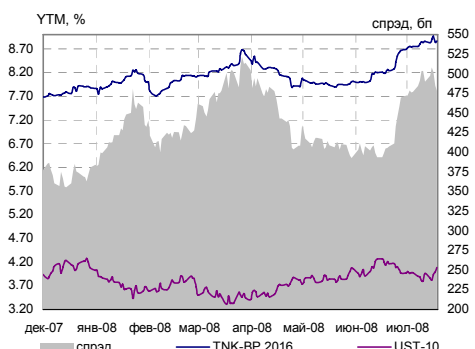
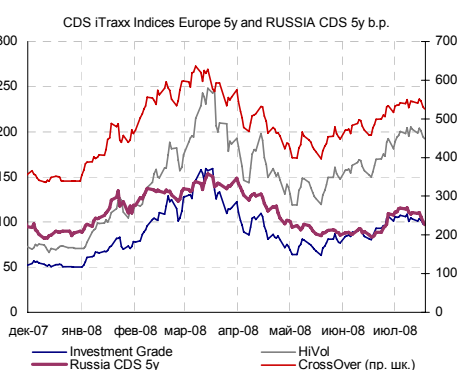
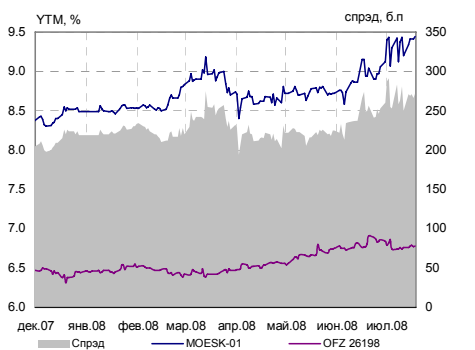
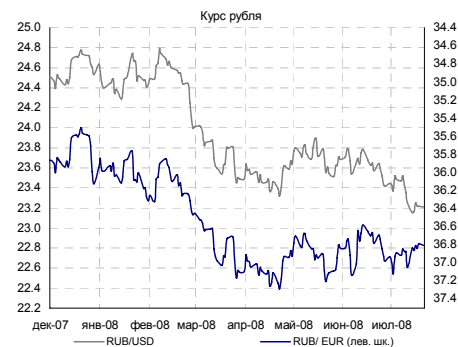
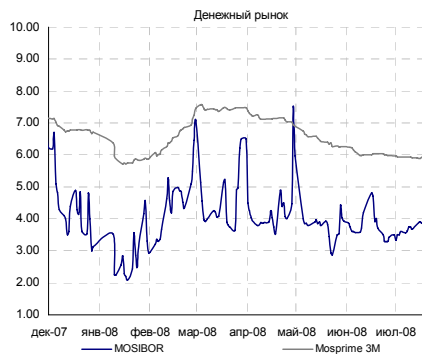
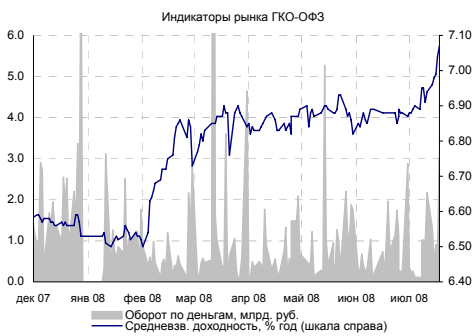
В пятницу Миннеско Новосибирск с помощью нанятого PR агентства разослала по рынку пресс-релиз, целью которого, как мы поняли, была попытка показать инвестсообществу, что компания предпринимает определенные меры для выхода из кризиса и для погашения своих обязательств перед кредиторами. Миннеско утверждает что компании удалось получить новые контракты на свою продукцию.

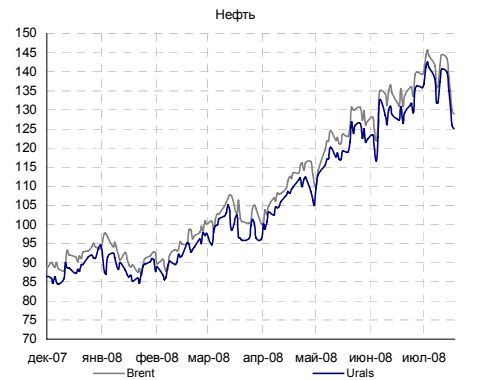
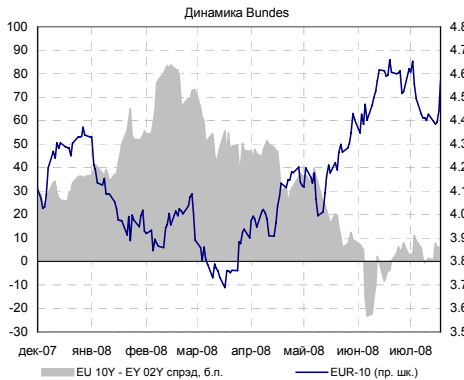
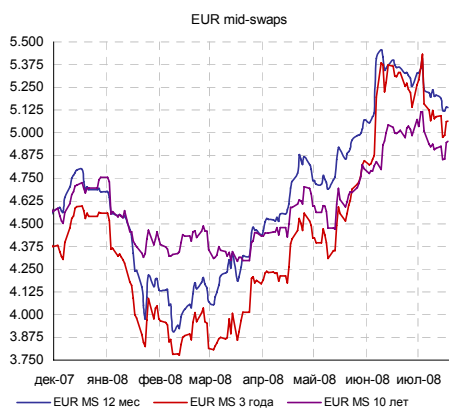
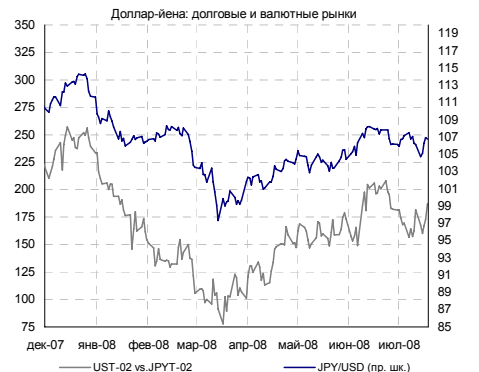
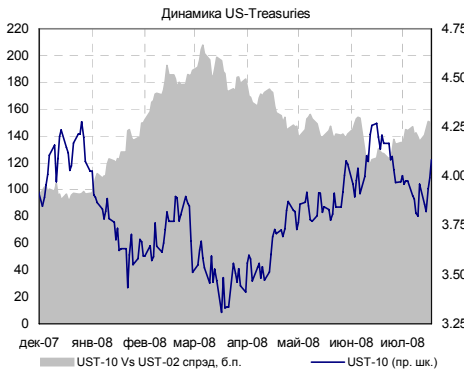
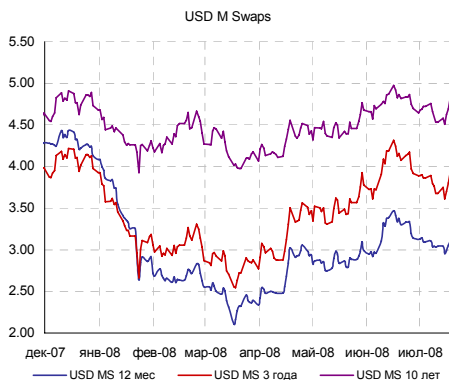
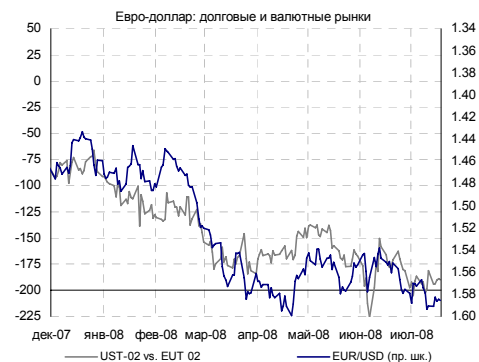
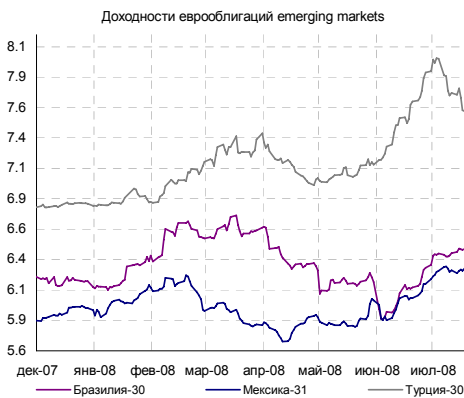
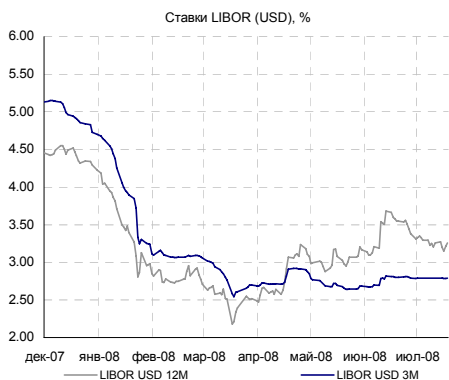
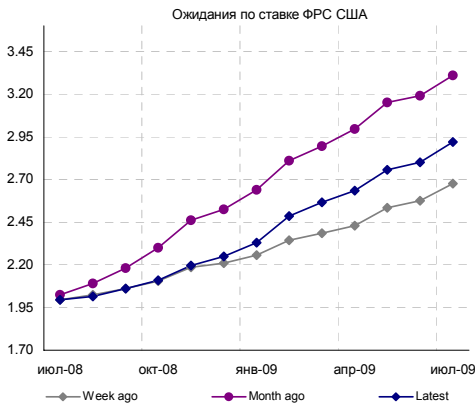
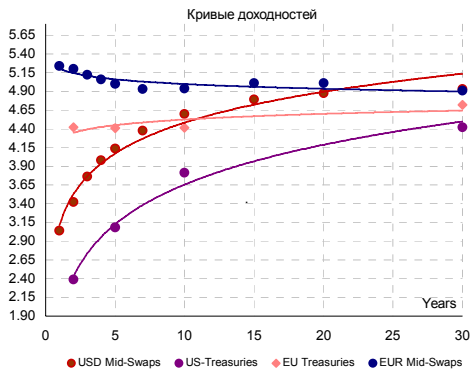
Однако формулировки, приведенные в пресс-релизе, были весьма туманны, а фраза о том что «собственники компании оценивают положение компании как сложное, но не критическое» и вовсе выглядит как насмешка по отношению к держателям бондов Миннеско. В пресс-релизе сама компания оценивает свои активы в объеме \$40 млн, однако, насколько мы понимаем, это не оценки независимых экспертов. Что еще интересно – в списке собственников отсутствует Александр Катунин, который ранее фигурировал в качестве основного бенефициара компаний, входящих в Группу Миннеско. Сейчас г-н Катунин, упоминается везде исключительно как контролирующий акционер поручителя – компании MS United, которая намеренно держится в стороне от скандала. В качестве основных собственников Миннеско Новосибирск называются – Сергей Грущак и Евгений Артамонов, упоминания о которых мы не нашли ни в проспекте, ни в меморандуме.

Резюмируя все вышесказанное, можно отметить, что выпуск подобного релиза Миннеско не успокоить инвесторов и доказать, что реструктуризация долга и выплаты держателям облигаций произойдут в скором времени. Более ценной информацией от Миннеско были бы детали по новым сделкам, объем выручки от реализации товара за последние месяцы, предварительные договоренности по продаже части активов.

Мы по-прежнему оцениваем вероятность получения держателями всего объема номинала и купона по бондам компании как очень низкую. Скорее всего, все, на что могут надеяться инвесторы – это получить хотя бы часть номинала. Мы продолжим следить за делом Миннеско и дальше.

Анастасия Михарская





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					
22.07.08	Нижне-Ленское-Инвест, 3	1 000	5 лет	-	-
23.07.08	РИГрупп, 2	1 500	3 года	-	-
24.07.08	УРАЛСИБ Лизинг, 2	5 000	3 года/1.5 года	12.10 - 13.16	1.06
24.07.08	Росводоканал, 1	1 750	3 года/ год	11.75 - 12.25	0.50
24.07.08	ДВТГ, 2	5 000	5 лет / 2 года	13.00 - 13.75	0.75
25.07.08	Вымпелком-Инвест, 1	10 000	5 лет /1.5 года	8.94 - 9.46	0.52
25.07.08	ЛЭКстрой, 2	2 500	3 года/ 1.5 года	-	-
25.07.08	Кедр Банк, 3	1 500	3 года/ 1.5 года	куп. 12.5 - 13.0%	-

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	Волгогр 01	400	Погаш.	-	400
18.07.2008	Агрохолд 1	1 000	Оферта	100	1 000
18.07.2008	АрктелИ 01	80	Оферта	100	80
19.07.2008	РОССИЯ 01	1 500	Оферта	100	1 500
19.07.2008	Русагро 01	1 000	Погаш.	-	1 000
22.07.2008	ГорСупер-1	1 000	Оферта	101	1 005
22.07.2008	ПМЗ 01	1 200	Оферта	100	1 200

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

** с учётом прошедших амортизаций

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
15.07.08	Розничные продажи (Retail sales), m-t-m	июн.08	0.8%	1.2%	0.1%
15.07.08	Retail sales, исключая автомобили, m-t-m	июн.08	0.4%	1.0%	0.8%
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
СЕГОДНЯ					
24.07.08	Продажи на вторичном рынке жилья	июн.08	4 940.0	4 990.0	
25.07.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	июл.08	56.4	50.4	
25.07.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	июн.08	505	512	
25.07.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	июн.08	-0.4%	0.0%	

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

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны 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.