

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, б.п.
Нефть (Urals)	137.13	1.31	0.96	GAZP' 34	108.00	0.00	7.85	-4
Нефть (Brent)	141.35	2.05	1.47	Bank of Moscow 09	102.00	-	6.27	-
Золото	937.50	7.25	0.78	UST 10	99.44	0.20	3.95	-3
EUR/USD	1.5810	0.01	0.35	РОССИЯ 30	112.27	0.02	5.64	-2
USD/RUB	23.4139	-0.03	-0.13	Russia'30 vs UST'10	169			0
Fed Funds Fut. Prob июн.09 (3%)	94%	0.00%		UST 10 vs UST 2	137			2
USD LIBOR 3m	2.79	0.00	0.16	Libor 3m vs UST 3m	93			-12
MOSPRIME 3m	5.97	0.00	0.00	EU 10 vs EU 2	4			2
MOSPRIME o/n	3.38	-0.16	-4.52	EMBI Global	308.42	-0.03		-9
MIBOR, %	3.33	-0.17	-4.86	DJI	11 206.6	-1.26		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	921.00	-33.10	-4.51	Russia CDS 10Y \$	128.33	-1.31		-3
Сальдо ликв.	109.3	0.00	0.00	Gazprom CDS 10Y \$	258.53	0.51		1

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

«Красные фишки»: переоценка продолжается
 МТС-03 уже на рынке
 ЧТПЗ 01 начал торговаться в А1
 Оферты: КАРО-1 и ТВЗ-03
 Средства Минфина по-прежнему дорогие

Глобальные рынки

UST-10 тестируют новый тренд?
 LIBOR: буревестник или буря в стакане?

Первичный рынок

Еврооблигации Северстали: прогноз по ориентирам
 Главстрой: комментарий к размещению рублевых облигаций
 Ярославская область - 08 – дорогой не-ломбард

Корпоративные новости

Gallery Group под давлением, или В полку distressed debt прибыло
 ЮТК: сильные результаты за 2007г.

Новости коротко

- **ЧТПЗ 01** начал торговаться в списке А1 /ММВБ
- **МРСК Москвы и Московской области**, созданная на базе реорганизованной **МОЭСК** и присоединенной к ней **МГЭС**, планирует привлечь в текущем году синдицированный кредит от иностранных банков в объеме около 20 млрд руб.
- **Bank of America Corp.** купит крупнейшую в США ипотечную компанию **Countrywide Financial Corp.** за \$ 2.5 млрд, что на 37 % ниже предложенной изначально стоимости. Соглашение было заключено еще в январе, однако тогда речь шла о \$ 4 млрд. Цена предложения упала вслед за тем, как продажи заложенной недвижимости стали опускаться до новых рекордов, а акции обоих участников сделки значительно подешевели. Акционеры компаний готовятся одобрить сделку 25 июля. / Bloomberg
- Немецкие банки **Commerzbank AG** и **Dresdner Bank** начали «очень интенсивную» проверку финансового положения друг друга, что может вылиться в более конкретные переговоры о слиянии в течение нескольких недель. / Рейтер
- **Новые рублевые выпуски**
 Размещение 5-го выпуска **КБ «МИА»** объемом 2 млрд руб. сроком обращения 6 лет запланировано на 08.07.2008. По выпуску предусмотрена 2-летняя оферта. Ориентир по купону – 10 – 10.2%.
Московский кредитный банк планирует размещение двух выпусков облигаций серии 05, 06. Срок обращения каждого выпуска составит 3 года, объем – 2 млрд руб. / Cbonds

- **Дикая Орхидея** одобрила договор со Сбербанком на предоставление кредитной линии на 1 млрд руб. сроком не более 2 лет под 16 % годовых. Кроме того, ритейлер одобрил сделку еще с несколькими банками: АКБ «СОЮЗ» выдаст до \$ 20 млн, Эйч-эс-би-си Банк – до \$ 10 млн, Банк Русский Стандарт – до \$ 25 млн. Сроки всех кредитов – до 2 лет, ставка – 16 % годовых. На тех же условиях до \$ 16 млн планирует привлечь и украинское подразделение компании: до \$ 6 млн – у Банка НРБ и до \$ 10 млн – у АКИБ «Укрсиббанк». / BUSINESS & Financial Markets

В настоящее время в обращении находится 1-й выпуск Дикой орхидеи объемом 1 млрд руб. Очень скоро (14.07.2008) предстоит исполнение оферты по бумаге. Очевидно, компания активно готовится к данному событию, и, судя по объемам кредитов, деньги к моменту исполнения оферты у компании будут.

■ Синдицированные кредиты

БИНБАНК приступил к синдикации кредита объемом \$ 20 млн сроком на 1 год. Процентная ставка по кредиту составляет LIBOR+250 б. п. Ведущими организаторами выступают Landesbank Berlin AG и ВТБ. Помимо этого БИНБАНК привлек субординированный кредит объемом \$ 100 млн на 10 лет. Кредитором выступил основной акционер банка Михаил Шишханов. / Finam

РосЕвроБанк привлек кредит у Европейского банка реконструкции и развития на сумму \$ 30 млн сроком на 5 лет. Средства предназначены для развития программ РосЕвроБанка в области финансирования малого бизнеса. / Finam

ЕБРР организовал синдицированный кредит **розничной сети «О'Кей»** объемом \$ 200 млн. Цель кредита – реструктуризация долговой нагрузки ритейлера и частичное финансирование 3-летней программы развития О'кей общей стоимостью \$ 815 млн. / Рейтер

■ Рейтинги

Сегодня Standard & Poor's подтвердило российской металлоторговой компании **Maretex Limited**, работающей под брендом КОМТЕХ, долгосрочный кредитный рейтинг «В-». Прогноз – «стабильный».

- **Moody's Corp.** заявила, что некоторые члены ее кредитного комитета нарушали кодекс поведения при проведении оценки некоторых структурированных долговых инструментов. Компания начала дисциплинарные процедуры в отношении этих сотрудников. Кроме того, компания объявила о том, что глава отдела глобального структурного финансирования Ноэль Кирнон покидает Moody's. / Bloomberg

Внутренний рынок

«Красные фишки»: переоценка продолжается

Неделя для рынка корпоративных облигаций началась на минорной ноте. Голубые фишки изрядно «покраснели». Основной оборот был сосредоточен в выпусках ФСК, подешевевших на 40-80 б. п. Вся кривая ЛУКОЙЛа сдвинулась вверх на 25-30 б. п., отыгрывая «экзотический» рост в пятницу. Лидером падения стал выпуск 4-й серии, потерявший 125 б. п.

Доходность Газпром-А4 выросла на 31 б. п., совокупный оборот в основном режиме и РПС составил 136 млн руб. Особняком стоит выпуск 1-й серии Газпромбанка, выросший на 1.25 %, однако небольшое количество сделок при значительном объеме (771 млн руб.) склоняет нас к мнению о техническом характере движения цены данного выпуска.

МТС-03 уже на рынке

В понедельник начал обращение выпуск МТС-03: итоги первого дня торгов органично вписываются в общую динамику рынка. Выпуск закрылся ниже номинала, потеряв 11 б. п. на обороте в 1.6 млрд руб., цена закрытия составила 99.89 %, доходность – 8.95 %. Для сравнения: Система-1 упала на 9 б. п., доходность по цене закрытия составила 8.38 %.

ЧТПЗ 01 начал торговаться в А1

Сегодня с утра выпуск вырос на 21 бр. (цена 100.25, УТМ 9.57%). Выпуск является достаточно ликвидным.

Выпуск	Объем	Тек. Купон	След. Купон	УТМ/УТР	Мод. Дюр.	Спрэд над Z	Погаш/Офер	Ликвидность		Оборот (Биржа)	
								AD 1m*	BQD 1m**	1 мес	3 мес
ЧТПЗ 01об	3 000	9.50%	9.50%	9.70	1.67	383	16.06.10 п	71%	70%	422	775
ЧТПЗ 03об	8 000	10.00%	10.00%	10.24	1.90	424	26.10.10 о	10%	5%	2	3

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

Оферты: КАРО-1 и ТВЗ-03

В первый день недели были исполнены оферты по выпускам КАРО-1 и ТВЗ-03. По нашим оценкам, было выкуплено 31 % и 56 % обращающегося объема соответственно. Обратной продажи бумаг в рынок не наблюдалось. Оба эмитента сохранили купоны на прежних уровнях – 14.3 % и 10 % соответственно.

Средства Минфина по-прежнему дорогие

Вчера по причине отсутствия заявок не состоялся очередной аукцион по размещению бюджетных средств на депозиты коммерческих банков. Напомним, что объем предложения составлял 20 млрд руб. под минимальную ставку 7.75 % на срок 30 дней. Данный факт – лишнее подтверждение тому, что с ликвидностью на рынке пока все в порядке, и дорогой ресурс продолжает оставаться невостребованным.

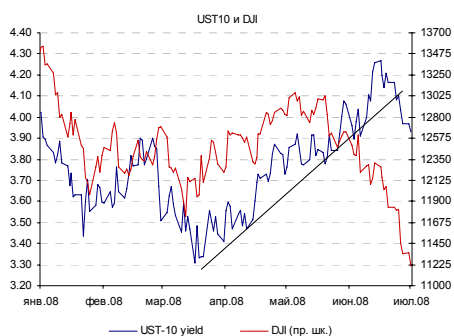
С момента введения инструмента ставки на межбанке остаются (и становятся даже более привлекательными), нежели растущая ставка по фондам Минфина. Так, если спрэд между средневзвешенными ставками аукциона Минфина и РЕПО с ЦБ сохраняется с апреля на уровне 100 б. п., спрэд к Mosprime 1m постоянно расширяется и на дату последнего аукциона достиг 247 б. п. Очевидно, что переплата в 2.5 % неинтересна участникам рынка в текущих условиях, однако предлагаемый Минфином объем средств может помочь рынку в «тяжелые времена» налоговых выплат.

Юрий Нефёдов

Итоги аукционов Минфина по размещению средств федерального бюджета					Агрегированные данные по РЕПО с ЦБ					Межбанк			Ликвидность	
Дата аукциона	Предложение (млн. руб.)	Размещено (млн. руб.)	% от предл.	Срок (дней)	Дата возврата	Мин. Ставка	Ср. Взв. Ставка	Участников	Объём (млн. руб.)	Ср. Взв. Ставка	MIBOR 8-30 d	MosPrime 1m	Mosibor 1m	Деп. и к/с в ЦБ (млрд. руб.)
17.04.08	300 000	23 600	7.87%	28	14.05.08	7.25	7.31	8	6 869	6.27	6.19	6.42	6.35	770
24.04.08	250 000	17 685	7.07%	28	21.05.08	7.25	7.26	10	6 681	6.27	6.27	6.31	6.37	586
13.05.08	50 000	23 500	47.00%	30	11.06.08	7.50	7.53	5	7 057	6.58	5.98	5.57	5.75	800
20.05.08	50 000	12 113	24.23%	30	18.06.08	7.50	7.5	7	7 413	6.52	6.00	5.50	5.58	795
27.05.08	50 000	5 400	10.80%	30	25.06.08	7.50	7.54	4	5 760	6.52	5.94	5.28	5.52	744
03.06.08	50 000	5 200	10.40%	30	02.07.08	7.50	7.5	4	6 274	6.52	6.06	5.24	5.33	880
10.06.08	50 000	8 700	17.40%	30	09.07.08	7.50	7.51	4	2 997	6.77	5.89	5.08	5.26	931
17.06.08	50 000	13 713	27.43%	30	16.07.08	7.75	7.75	4	3 248	6.76	6.02	5.15	5.33	826
24.06.08	50 000	6 200	12.40%	30	23.07.08	7.75	7.75	2	354	6.80	5.87	5.09	5.28	1044
01.07.08	20000	-	-	30	30.07.08	7.75	-	-	401	6.79	5.71	5.00	5.11	962

Источники: Минфин, ЦБ, значения всех показателей приведены на дату аукциона

Глобальные рынки



UST-10 тестируют новый тренд?

После пробоя трендовой линии на уровне 4.1% в конце прошлой недели доходность UST-10 продолжает снижение. Смена тренда доходности UST обязана, по нашему мнению, как «бегству в качество», вызванному ростом рисков на рынке облигаций, так и уходом средств с рынка акций, где наблюдается масштабное падение основных индексов (см. график).

Синхронно расширяется спрэд Russia'30-UST-10, достигнув отметки 172 б.п. что также не могло поддержать рынок корпоративных еврооблигаций, где наблюдалось снижение котировок по всему спектру бумаг и сроков.

В нефинансовом секторе исключением стали выпуски Газпрома, номинированные в евро. Очевидно, данные активы пока более привлекательны на фоне роста ожиданий повышения ставки в Еврозоне на заседании ЕЦБ, которое состоится завтра.

LIBOR: буревестник или буря в стакане?

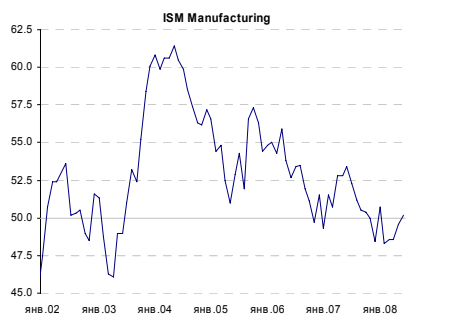
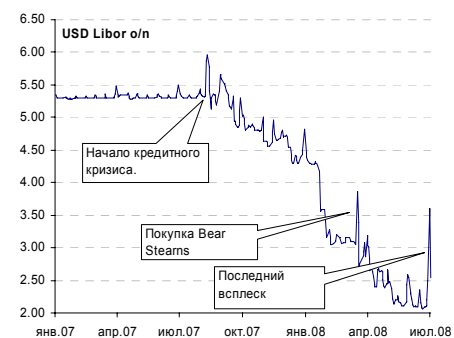
Вчера мы писали о том, что однодневный LIBOR резко вырос, достигнув отметки 3.61%. Согласно данным фиксинга BBA на 1 июля, значения показателя вернулись к отметке 2.54%.

По нашему мнению, подобная волатильность LIBOR не предвещает ничего хорошего для мировых рынков. О смене тренда LIBOR o/n речи пока не идёт, однако подобные движения не могут не беспокоить.

Обманчивая статистика

Вчера был опубликован индекс ISM Manufacturing. Значения показателя оказались выше ожиданий рынка и составили 50.2 пункта (против 49.6 пункта месяцем ранее и ожиданий в 48.7 пункта).

Рекордного значения достиг сопутствующий индекс стоимости сырья ISM prices paid index – 91.5 пт. (максимум с 1979 года). Подобные уровни вновь заставляют задуматься о том, что инфляционные риски в экономике США остаются высокими, а с учетом рекордных цен на нефть, деловая активность в промышленности, а с ней и ISMm могут начать замедляться уже во втором полугодии.



Юрий Нефёдов

Первичный рынок

Еврооблигации Северстали: прогноз по ориентирам

Вчера стало известно о том, что Северсталь продлила роуд-шоу еврооблигаций объёмом. Компания ожидает прайсинга на следующей неделе. Сегодня в Ведомостях подтвердилась информация о «задержке» размещения. Неназванные источники ссылаются на негативную ситуацию на рынке и низкий интерес иностранных инвесторов в виду короткой недели в США.

Мы надеемся, что компания сможет разместить выпуск еврооблигаций и построили прогнозный прайсинг выпуска, основываясь на текущих котировках еврооблигаций Северстали и их спрэдов активов: SeverStal'09 (Y 5.74, MD 0.59, Spr 209 bp), SeverStal'14 (Y 8.47, MD 4.36, Spr 406 bp). Мы оценили справедливую кривую доходностей Северстали, используя логарифмическую аппроксимацию спрэдов активов. Учитывая рост негативных настроений на внешних рынках и рост доходности на рынке еврооблигаций, премия к справедливым уровням в размере 50-70 б.п. видится нам адекватной. Так, ориентировочный спрэд к Mid-Swaps в размере 470 б.п. для пяти-летнего срока.

Срок лет	3	5	7
USD MS	3.87	4.22	4.45
Спрэд к MS справедл.	369	420	453
Спрэд к MS ориентир.	419	470	503
Severstal YTM ориентир.	8.06	8.91	9.48

Источники: Bloomberg, Банк Москвы

Юрий Нефёдов, Егор Федоров

Главстрой: комментарий к размещению рублевых облигаций

В начале недели от организаторов выпуска облигаций Главстроя (NR) на 5 млрд руб., размещаемого во второй половине июля 2008 г., пришли предварительные параметры займа – 12.5-13.5 % по ставке купона, что соответствует доходности 12.89-13.96 % к годовой оферте. Займ выпускается через SPV Главстрой-Финанс, поручителем по которому выступает ООО «Корпорация Главстрой».

Данный займ является третьим по счету для компании. Тем не менее, два предыдущих были структурированы немного иначе: если для первых двух выпусков поручителем выступала ОАО ХК «Главмосстрой» (холдинговая компания строительного дивизиона), то теперь поручителем является холдинговая компания, консолидирующая не только строительный, но и девелоперский бизнес, а также дивизион производства строительных материалов и инжиниринговый дивизион. По данным информационного меморандума, в структуре консолидированной выручки на сегмент «Строительство» (непосредственно Главмосстрой) приходится только 46 % консолидированной выручки, сегмент производства строительных материалов, реализуя во вне примерно половину продукции, генерирует 41 % совокупной выручки.

Кредитный профиль

Бенефициар Главстроя – финансово-промышленная группа «Базовый Элемент» – с момента покупки бизнеса (2005 год) ведет активную работу по консолидации активов, смене менеджмента и повышению прозрачности Группы. Основные подразделения холдинга – Главмосстрой и Монтажспецстрой – известны на строительном рынке страны уже несколько десятилетий. Главстрой занят строительством как нежилых, так и жилых зданий и строений, работает в 7 регионах, имеет внушительный портфель заказов. По количеству введенного в 2007 г. жилья в Москве Главстрой занимает 4-е место после ПИКа, СУ-155 и ДСК-1. Портфель проектов корпорации, по данным мемо, составляет 14 млн кв. м с оцениваемым объемом поступлений от них порядка 1 100 млрд руб., 28.5 млрд руб из которых должны прийти в 2008 год.

Основным фактором поддержки кредитного качества Главстроя мы, безусловно, считаем вхождение компании в Группу «Базовый Элемент», владелец которой, О. Дерипаска, обладает мощным финансовым ресурсом и лобби. Кроме того, для Дерипаски, являющегося публичной фигурой, ведущей бизнес во многих секторах российской экономики, как мы думаем, репутационные риски не являются пустым звуком. Этот момент очень важен при оценке кредитного качества Главстроя.

От ряда девелоперов Главстрой выгодно отличает также наличие консолидированной отчетности по МСФО, которая, тем не менее, представлена пока в неаудированном виде (за 2007 г.), что снижает ценность анализа, так как некоторые показатели могут в итоге поменяться.

В остальном stand-alone кредитный профиль Главстроя смотрится не слишком сильно. Меморандум по выпуску не радует высоким уровнем раскрытия информации, которую мы хотели бы видеть при анализе строительно-девелоперской компании. Так, ключевой негативный момент мемо – не раскрыта информация по планируемому денежному потокам Группы (по годам), которая, как мы надеемся, со временем станет обязательным элементом кредитного анализа любого девелопера. Насколько мы понимаем, Группа еще находится в стадии активной консолидации и реструктуризации, имея в своем составе около 150 юрлиц. В данной связи мы не уверены, что отчетность по МСФО, с учетом постоянных приобретений и продаж активов, где не указан периметр консолидации, является достаточно репрезентативной.

Отчетность

При анализе финансовых показателей компании становится очевидным, что при годовой выручке в 31.8 млрд руб. EBITDA margin Главстроя ниже 7.0 % долговая нагрузка Главстроя фантастически высока (Чистый Долг/EBITDA превышает 12x). Второй год подряд у Главстроя отрицательный операционный денежный поток, что вызывает последовательный рост долга, более половины которого приходится на кредиты Сбербанка. При этом только на приобретение новых активов (производственных предприятий) в 2008 г. корпорация намерена направить 14.6 млрд руб., а в девелопмент инвестировать 22.4 млрд руб. Таким образом, мы склонны ожидать значительного роста величины долга и, соответственно, долговой нагрузки в будущем.

Отметим, что в кредитном портфеле Главстроя преобладают кредиты с обременением, тем не менее, если верить отчетности, залогом обременено менее трети из основных средств Группы (их общий объем превышает 14.5 млрд руб.).

Рекомендации

Некую «долю комфорта» кредиторам могут дать наличие у компании большого числа именно производственных активов (строительных заводов) и имущественных прав на застройку на сумму 32 млрд руб., которые, очевидно, стоит отнести к условно-ликвидным активам.

Учитывая все вышеперечисленные факторы, а также то, что, согласно отчетности, Главстрой берет залоговые кредиты в банках по ставкам вплоть до 13 %, мы считаем, что **в текущих рыночных условиях** нижняя планка справедливого уровня по доходности Главстроя проходит не ниже 14.0-14.5 %.

Леонид Игнатьев

Ярославская область - 08 – дорогой не-ломбард

Ярославская область завтра проведет размещение выпуска облигаций серии 34008 объемом 2.2 млрд руб. Выпуск имеет амортизационную структуру, модифицированная дюрация 3-летней бумаги составит около 2 лет. Ставка 2-12 купонов зафиксирована (схема step-down), аукцион пройдет по определению ставки 1-го купона.

Ярославская область (входит в ЦФО) относится ко 2-му эшелону субфедеральных бондов. Объем совокупных доходов составил 22.2 млрд руб. по итогам 2007 г., расходов – 23.1 млрд руб.; дефицит бюджета небольшой – 900 млн руб., или около 5 % от собственных доходов области. Основными налогоплательщиками области являются Славнефть, Автодизель (холдинг «Руспромавто»), Ярославский шинный завод (Сибур Холдинг), пивоваренная компания «Балтика». По территории области проходит нефтепровод Транснефти.

Ключевым недостатком кредитного профиля Ярославской области является достаточно высокая долговая нагрузка – так, по состоянию на различные даты объем долга колеблется в районе 50 % от объема совокупных доходов. Для сравнения мы выбрали еще 5 субфедеральных эмитентов, сопоставимых по объему совокупного дохода. Ни один из регионов не обладает столь большим объемом долга, что отражается и на доле расходов по обслуживанию долга в объеме общих расходов, которая у Ярославской области составляет 2.8 %.

С точки зрения соотношения собственных и совокупных доходов Ярославская область выглядит более позитивно по сравнению с другими представленными эмитентами, за исключением Липецкой области, у которой собственные доходы обеспечивают более 85 % всех бюджетных поступлений.

В целом нам кажется, что по кредитному качеству Ярославская область выглядит значительно слабее Липецкой области и явно сильнее Ивановской и Томской областей. Что касается Тверского и Пензенского регионов, то здесь неоспоримым преимуществом эмитентов является более низкая долговая нагрузка.

В то же время, стоит отметить, что помимо непосредственно кредитоспособности регионов, «звездное небо» муниципальных и субфедеральных облигаций регулируется в частности таким техническим фактором, как вхождение в ломбардный список. Премия за неломбардность мы оцениваем не менее чем в 50 б. п. в корпоративном сегменте; по нашим ощущениям, в муниципальном секторе данная премия также составляет 50-75 б. п.

Равно как и Тверская и Ивановская области, Ярославская не имеет рейтингов от международных агентств, что закрывает доступ ее выпускам в ломбардный список. Томская область («В+» по шкале Fitch) лишь недавно получила рейтинг по международной шкале и поэтому еще не успела попасть в заветный список.

Вопреки отсутствию рейтингов, выпуски Ярославской области, обращающиеся в настоящее время на вторичном рынке, торгуются наравне с Липецкой, Нижегородской и Иркутской областями, которые кажутся нам более качественными, имеют рейтинги и входят в ломбардный лист ЦБ.

Наиболее длинный и ликвидный выпуск ЯрОбл-6 сейчас торгуется с доходностью 8.8-8.9 % при дюрации 2 года. Если к данному уровню прибавить премию за переоцененность кривой Ярославской области и премию – приманку для инвесторов, доходность бумаги должна составить не менее 9.8-9.9 %.

Учитывая что ориентиры организатора по доходности составляют 9.6-9.65 %, мы считаем участие в аукционе невыгодным. Наиболее интересным предложением в сегменте субфедеральных выпусков мы по-прежнему находим покупку облигаций СамарОбл-5 (9.6-9.8 % при дюрации 2.6 года).

Анастасия Михарская

Показатель	Ярославская	Пензенская	Тверская	Томская	Липецкая	Ивановская
Рейтинг S&P	NR	BB	NR	B+	BB-	NR
Вхождение в ломбардный список ЦБ	-	+	-	+	+	-
Доходы	22 200.0	22 515.0	24 907.0	22 304.0	23 112.0	16 544.0
Собственные доходы	17 675.0	11 100.0	17 771.0	16 584.0	19 749.0	8 498.0
Налоговые доходы	17 107.0	9 912.0	15 312.0	15 951.0	18 971.0	6 769.0
Неналоговые доходы	568.0	619.0	812.0	632.0	778.0	334.0
Безвозмездные поступления	4 483.0	11 415.0	7 136.0	5 721.0	3 363.0	8 046.0
Собственные доходы, в % от доходов	80%	49%	71%	74%	85%	51%
Расходы	23 100.0	23 395.0	25 033.0	24 154.0	24 422.0	16 872.0
Профицит/Дефицит	-900.0	-880.0	-126.0	-1 850.0	-1 310.0	-328.0
Профицит/Дефицит в % от собственных доходов	5.1%	7.9%	0.7%	11.2%	6.6%	3.9%
Долг	9 356.0	2 713.0	3 823.0	5 760.0	2 523.0	1 074.2
Долг в % от собственных доходов	52.9%	24.4%	21.5%	34.7%	12.8%	12.6%
Публичный долг	6 500.0	1 800.0	2 700.0	3 300.0	3 500.0	1 000.0
Обслуживание долга/ в % от расходов	2.8%	0.3%	0.4%	1.2%	0.6%	0.0%

Источник: данные банка, оценки Банка Москвы

Корпоративные новости

Gallery Group под давлением, или В полку distressed debt прибыло

Мы хотели бы обратить внимание инвесторов, что за июнь 2008 г. еврооблигации Gallery 2013 (Call 2010), не будучи особо ликвидной бумагой, потеряли в цене более 21 п.п., и сейчас средневзвешенная цена (bid-offer) по ним составляет всего 70%. Доходность к опциону call в мае 2010 г. превышает в настоящий момент 35%, YTM также достаточно высока – более 21%.

Gallery Group (B-/Caa1/-) является небольшой компанией с выручкой немногим более \$100 млн, основная часть долга которой приходится как раз на еврооблигационный займ. Компания работает на рынке наружной рекламы г. Москвы и является на нем игроком номер 2.

За последние полгода со всей очевидностью проявились высокие отраслевые риски, сопутствующие бизнесу компании: в большей степени риски госрегулирования, нежели конкуренция. Так, в декабре 2007 г. власти Москвы потребовали, чтобы компания Gallery снесла 2550 рекламных носителей на МКАД. Тогда это не повлияло на котировки облигаций компании, собственниками которой являются Baring Vostok, EBRD и Morgan Stanley (совокупный контроль над 74.5% акций Gallery).

Однако в последние месяцы фактор поддержки известных титульных акционеров не может компенсировать рост рисков. Так, в начале года городские власти объявили, что полностью очистят от наружной рекламы зону вокруг Кремля – самое «сладкое» для рекламщиков место с точки зрения цен на рекламу. Одновременно с этим МВД начало в судебном порядке оспаривать установку в столице рекламных конструкций вдоль дорог, сделанных с нарушением нормативных правил, и, насколько мы понимаем, этим правилам не удовлетворяет большая часть рекламных носителей. Наконец, с 1 июля 2008 г. вступают в силу поправки к закону «О рекламе», в соответствии с которыми места с незаключенными договорами аренды должны выставляться на конкурс. Кроме того, в апреле 2008 г. в офисе компании был произведен обыск на предмет представления информации о финансовой деятельности компании. Новости об обысках всегда являются событием неприятным для кредиторов.

Мы считаем, что названные факты способны значительно снизить денежные потоки компании и увеличить ее и без того высокую долговую нагрузку (по нашим оценкам, Чистый долг/EBITDA превышает 7.0x). Дальнейшее усиление административного давления на отрасль способно поставить под сомнение возможность эффективного функционирования бизнеса Gallery Group в его нынешней модели.

Принимая во внимание события вокруг компании за последние несколько месяцев, а также относительно длинную дюрацию ее евробондов, мы советуем инвесторам воздержаться от покупки бумаг Gallery Group.

Леонид Игнатьев

ЮТК: сильные результаты за 2007г.

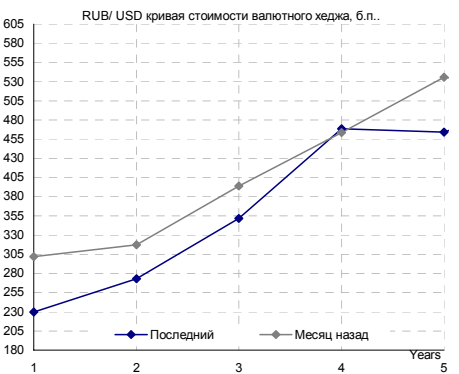
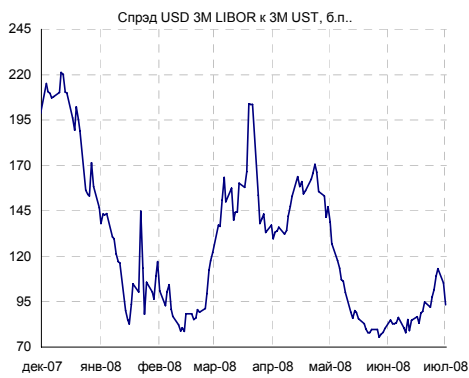
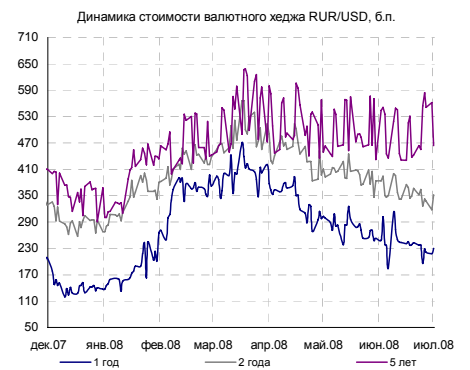
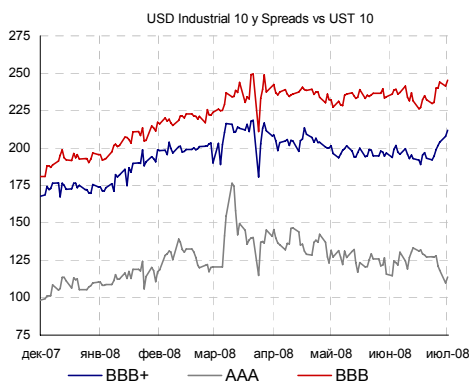
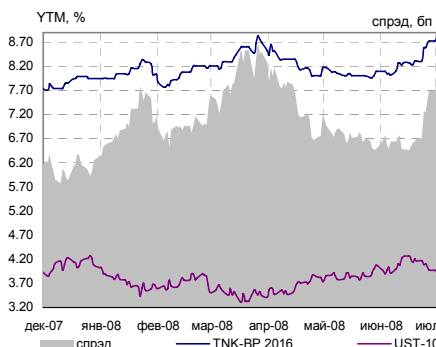
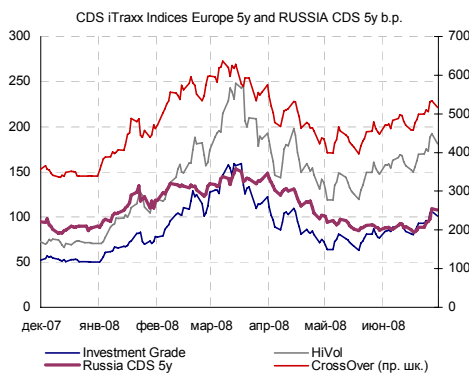
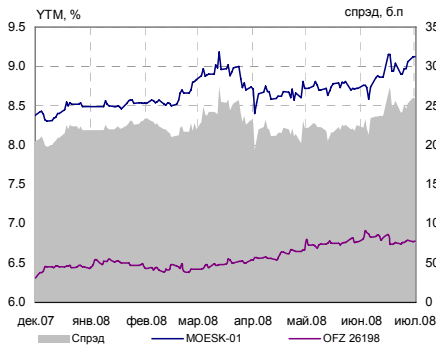
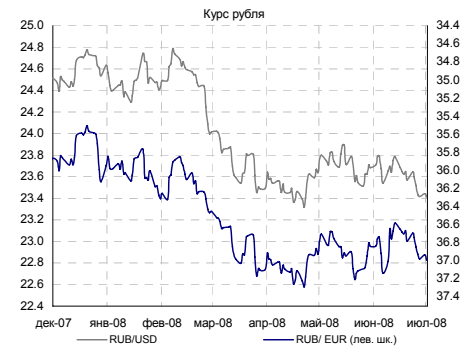
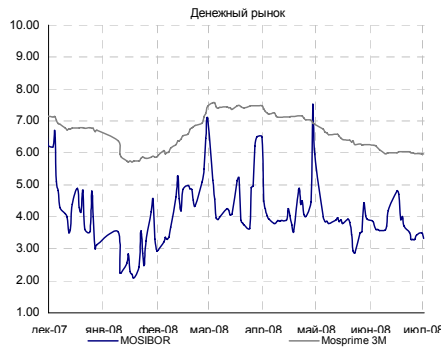
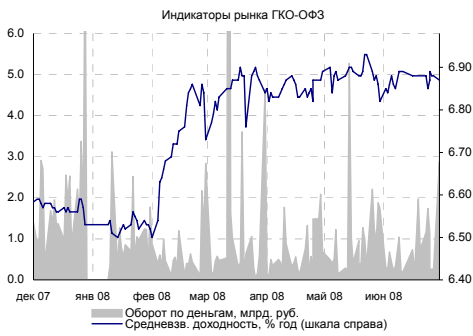
Компания ЮТК вчера опубликовала сильные результаты за 2007 год по МСФО. Основные моменты отчетности компании:

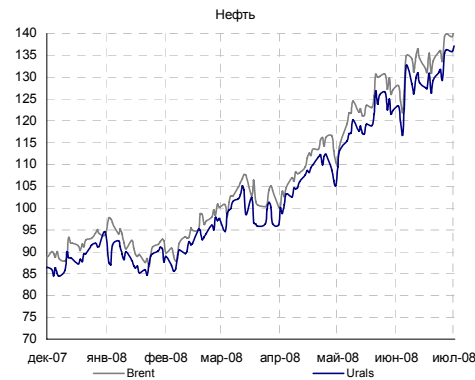
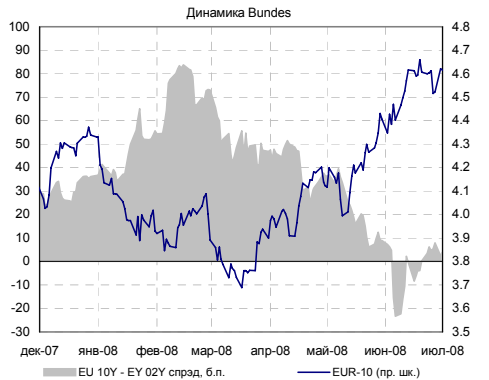
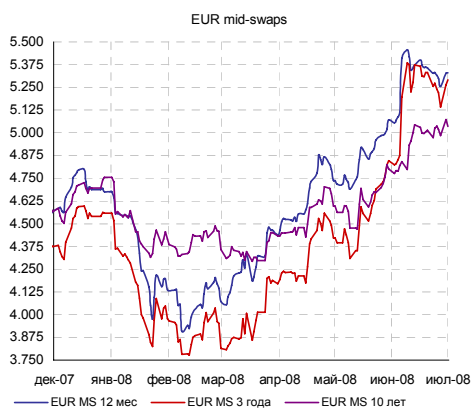
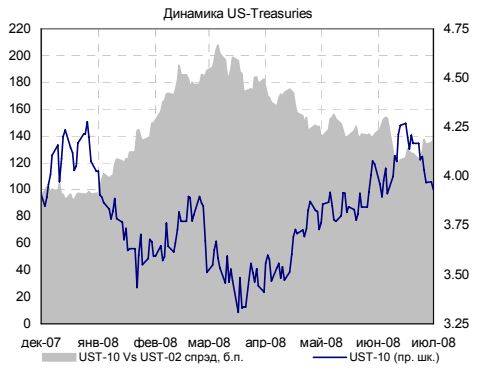
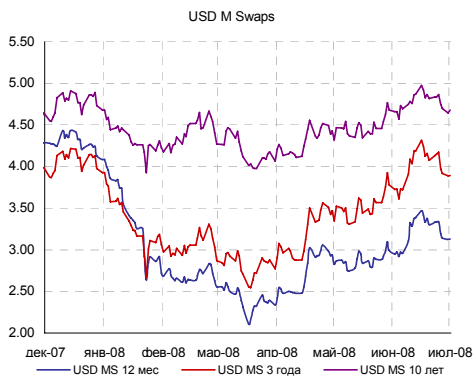
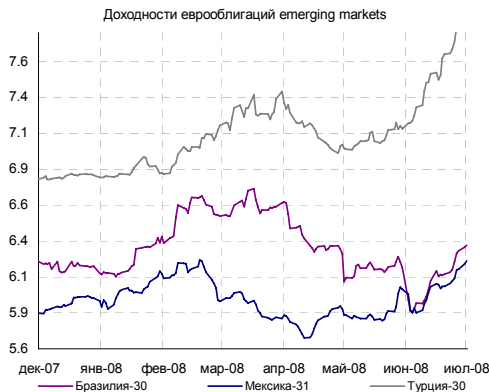
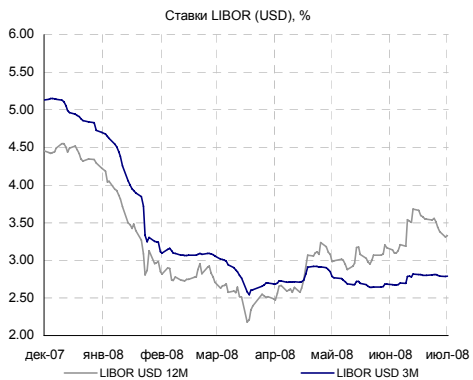
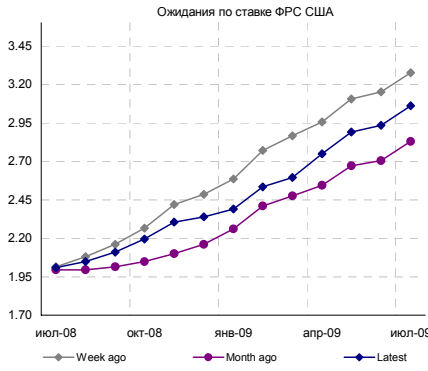
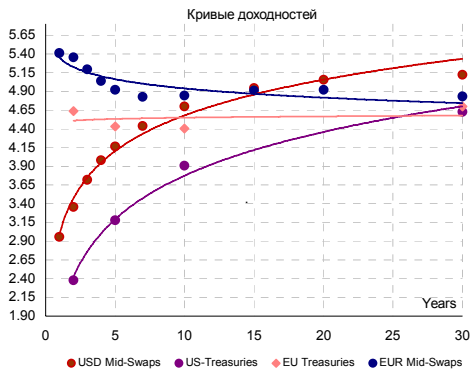
- выручка ЮТК увеличилась на 12.7 %;
- рентабельность EBITDA выросла с 35.6 до 37.1 %;
- объем долга (без учета финансовой аренды) почти не изменился и остался на уровне 19.9 млрд руб.;
- как результат, Долг/EBITDA снизился с 3.0X до 2.6X

Мы считаем результаты ЮТК весьма впечатляющими и ожидаем, что агентство S&P, поместившее рейтинг компании на пересмотр с позитивным прогнозом, вполне может его повысить. Впрочем, стоит отметить, что рейтинг ЮТК по версии Moody's, уже сейчас на ступень выше чем по версии S&P, поэтому особенного резонанса событие на рынке может не иметь.

Облигации ЮТК сейчас входят в список «А1», однако не включены в ломбардный список ЦБ. Бумаги эмитента серьезно пострадали после того как стало известно, что ЮТК разместила выпуск рублевых CLN объемом \$ 150 млн со ставкой 11 % сроком на 1 год. Сейчас из рублевых выпусков нам больше всего нравится ЮТК-5, незаслуженно торгующийся с доходностью 9.6 %. В секторе телекоммуникаций это, пожалуй, самый привлекательный бонд.

Анастасия Михарская





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ

03.07.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
09.07.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
10.07.08	

Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ	Москва, 25050	5 000	5 лет	-	-
03.07.08	Ярославская область, 34008	2 200	3 года	-	-
03.07.08	Наука Связь, 1	400	5 лет / 1.5 года	-	-
03.07.08	Банк Петрокоммерц, 4	3 000	3 года/ год	9.99 - 10.62	0.63
07.07.08	Баренцев, 1	800	3 года / 1 год	-	-
09.07.08	РЖД, 8	20 000	3 года	8.47 - 8.94	0.50
10.07.08	СТРОЙИНДУСТРИЯ ПСК, 1	1 000	3 года/1 год	куп. 14.5	-
01.07.08	Главстрой, 3	5 000	5 лет/ год	12.89 - 13.96	1.07
08.07.08	МИА КБ, 5	2 000	6 лет/ 2 года	куп. 10-10.2	0.20
15.07.08	ВТБ-Лизинг Финанс, 2	10 000	7 лет/ год	8.47 - 9.10	0.63

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	РЕСТОРАНС2	400	Погаш.	-	400
03.07.08	ПромТр01об	1 500	Погаш.	-	1 500
03.07.08	УБРИР-ф 02	1 000	Оферта	100	1 000
04.07.08	ОГО-агро-3	1 500	Оферта	100	1 500
08.07.08	Криоген 02	500	Погаш.	-	500
08.07.08	ММ-Фин 02	1 500	Оферта	100	1 500
08.07.08	НижЛенИнв	400	Погаш.	-	400

*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
24.06.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	июн.08	56.4	57.2	50.4
25.06.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	май.08	510	526	512
25.06.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	май.08	0.0%	-0.5%	0.0%
26.06.08	Финальная оценка ВВП (GDP-final)	1 кв. 2008	1.0%	0.9%	1.0%
26.06.08	Статистика продаж на вторичном рынке жилья, тыс. ед.	май.08	4 930.0	4 890.0	4 990.0
27.06.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer sentiment index)	июн.08	56.9	59.8	56.4
27.06.08	Индекс потребительских расходов (PCE core)	май.08	0.2%	0.1%	0.1%
01.07.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	июн.08	49.60	49.60	50.20
СЕГОДНЯ					
03.07.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	июн.08	51.50	51.70	
03.07.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	июн.08	5.4%	5.5%	
03.07.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls)	июн.08	-50 000	-49 000	

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
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

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Химическая промышленность
Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Банковский сектор
Хамракулов Дмитрий
Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Количественный анализ / Стратегия
Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Кредитный анализ
Игнатъев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

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

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

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