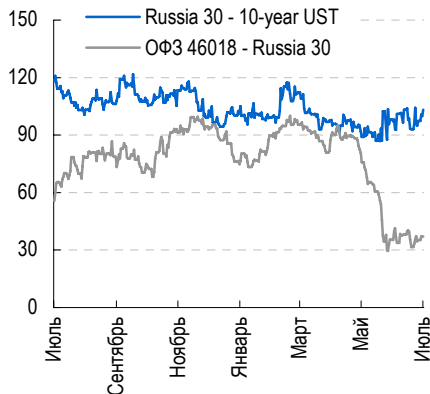
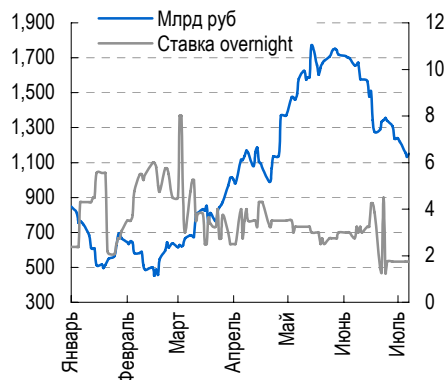


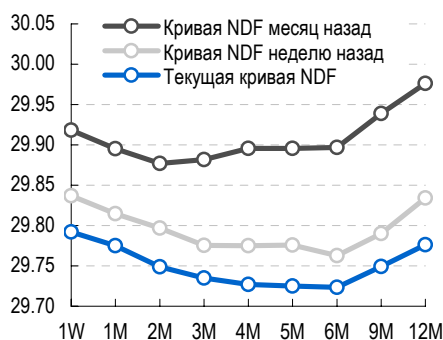
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.55 доллар+0.45 евро(в рублях)



Календарь событий

18 июля	Доразмещение ОФЗ 26199
18 июля	Статистика по ИПЦ в США
18 июля	Выступление Б.Бернанке перед Конгрессом
19 июля	Стенограмма июньского заседания FOMC
19 июля	Размещение руб.обл. ЛСР-Инвест-2
19 июля	Размещение руб.обл. Моторостроитель-2
19 июля	Размещение руб.обл. Банк Россия-1
19 июля	Размещение руб.обл. Липецк.Обл-25005

Рынок еврооблигаций

- Статистика оказала противоречивое влияние на UST. О размещении банка Санкт-Петербург, Интерпейпа (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Спрос в 1-м эшелоне и энергетике. О сегодняшнем аукционе ОФЗ 26199 (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Банк Россия (В-):** комментарий к размещению (стр. 3)
- Вкратце:** Производитель колбасных изделий компания Дымов (NR) планирует приобрести одну из площадок у группы Кампомос. Сумма сделки неизвестна. Газеты приводят оценки от USD10 до USD50 млн. Напомним, что ранее в этом году Дымов приобрел еще несколько подобных активов. Очевидно, что компания проводит достаточно агрессивную финансовую политику, которая неизбежно ведет к росту долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА более 4x по итогам 2006 г.). На наш взгляд, это повлечет за собой расширение спрэдов в выпуске облигаций Дымов-1 (10.3%).
- Вкратце:** Moody's пересмотрело прогноз рейтинга сети X5 (B1/BB-) со «Стабильного» на «Позитивный», приняв во внимание высокие темпы роста компании, а также планы по сокращению долговой нагрузки за счет крупной допэмиссии акций. На наш взгляд, все эти новости уже отражены в спрэдах размещенного недавно выпуска рублевых облигаций X5 (7.74%).
- Вкратце:** Moody's повысило рейтинг ВБД на 1 ступень до Ba3, отметив значительное улучшение финансового профиля компании за последний год. Мы не видим потенциала сужения спрэдов в облигациях ВБД.
- Вкратце:** Fitch пересмотрело на «Позитивный» прогноз рейтинга НБ Траст (B1/NR/B-), ожидая благоприятных изменений кредитного профиля банка в результате слияния с более капитализированным ИБ Траст (B1). Котировки выпуска еврооблигаций NBTRU 10 (9.52%) вчера практически не отреагировали на эту новость. На наш взгляд, выпуски NBTRU 10 и TIBRU 09 могут быть интересны для покупки в 2008 г., когда завершится слияние банков и возрастет вероятность продажи банковской группы крупному иностранному финансовому институту.
- Вкратце:** СЕВЕРСТАЛЬТРАНС (NR) может продать свой нефтеналивной терминал EOS в Эстонии (Источник: Коммерсантъ). Подобная сделка оказала бы умеренно-положительное влияние на кредитный профиль ССТ. Котировки размещенного недавно выпуска CLN TSPINV 10 остаются около номинала (8.3%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.05	+0.01	-0.12	+0.35
EMBI+ Spread, бп	168	-4	+15	-1
EMBI+ Russia Spread, бп	96	-5	+1	0
Russia 30 Yield, %	6.05	0	-0.10	+0.40
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.08	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	448.1	+4.7	-10.9	-218.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	701.9	+12.8	-495.3	+587.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	72.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.50	-	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.80	-0.01	-0.12	+0.12
Нефть (брент), USD/барр.	75.5	-1.8	+3.3	+14.8
Индекс РТС	2055	-12	+158	+145

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

По итогам вчерашнего дня, доходность **10-летних UST** выросла до 5.05% (+1бп), однако сегодня утром на торгах в Азии она уже снизилась до 5.02%. Опубликованный вчера базовый индекс цен производителей (**Core PPI**) оказался чуть выше ожиданий, хорошая статистика вышла по промышленности. В US Treasuries обозначились продажи, которые, впрочем, вскоре прекратились с выходом неожиданно слабого индекса Национальной ассоциации строителей жилья (**NAHB housing index**). Видимо, ситуация немного разъяснится лишь сегодня вечером, после публикации индекса потребительских цен (**CPI**) и выступления Бена Бернанке перед Конгрессом.

Спрэд **EMBI+** сузился на 4бп, но исключительно из-за движений американского рынка. Котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.05%) по итогам дня остались без изменений. Спрэд к UST10 все еще достаточно широк – 100бп. В корпоративном секторе продолжают продаваться выпуски **RUSB 10** (-1/4; YTM 8.86%), **RUSB 15** (-1/4; YTC 9.33%), чему способствует новостной фон о продолжающихся в банке проверках.

Рекомендуем также обратить внимание на бонды **Транскапиталбанка (B1)** - спрэд между **TRACAP 10** (YTM 9.03%) и субординированным **TRACAP 17_12** (YTP 10.40%) все еще выглядит привлекательно (137бп), цена выпуска уже подросла до 100 3/8.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Банк **Санкт-Петербург (Ba3/B)** вчера завершил размещение 10-летнего субординированного займа. Объем размещения – USD100 млн. Выпуск был размещен с доходностью 10.50%, то есть премия к обращающемуся выпуску **STPETE 09** (YTM 9.22%) составила около 130бп. На наш взгляд, это может быть достаточно интересно – среднее по рынку значение спреда субординированных облигаций к старшим выпускам составляет чуть менее 100бп.

О планах размещения дебютного выпуска евробондов заявила украинская металлургическая корпорация **Интерпайп (NR, ожидается B+/B+)**. Купон по 3-летнему выпуску ожидается на уровне 8.875%. На рынке сейчас обращаются еврооблигации другой украинской металлургической компании **Азовсталь (B2/B-)** – **AZOVTL 11** (YTM 8.56%), а также российской **ТМК (B2/B+)** – **TRUBRU 09** (YTM 6.99%). На наш взгляд, выпуск Интерпайпа интересен. Компания имеет достаточно сильные позиции на рынках России и стран СНГ и неплохие финансовые показатели. Мы полагаем, облигации определенно должны торговаться с более низкой доходностью, чем выпуск Азовстали, чей рейтинг на две ступени ниже - поэтому премия в 30бп выглядит привлекательно. Вероятное IPO Интерпайпа, а также слухи о возможном слиянии с ТМК или другой металлургической компанией добавляют выпуску привлекательности.

Рынок рублевых облигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Активность на рынке госбумаг была минимальна. Торговый оборот составил всего около 507 млн. рублей, да и то львиная его доля пришлась на выпуск **ОФЗ 46020** (-1бп; YTM 6.76%). В корпоративном секторе не ослабевает спрос на 1-й эшелон – **ЛУКОЙЛ-3** (+11бп; YTM 6.62%), **ФСК-4** (+16бп; YTM 6.67%), **ГидроОГК-1** (+19бп; YTM 6.89%). Кроме того, мы отметили покупки в энергетических бумагах – **ОГК-6-1** (+5бп; YTP 7.60%), **МОСЭК-1** (+6бп; YTM 7.70%), **Мосэнерго-2** (+21бп; YTP 7.03%). Продолжаются продажи в выпуске **УМПО-2** (-11бп; YTP 8.20%).

Рекомендуем обратить внимание на **Мосэнерго-1** (+13бп; YTP 6.84%) – спрэд к кривой ОФЗ примерно на 15бп шире, чем у более длинного 2-го выпуска. Также примерно на 25бп выросла цена **Копейки-3** (YTM 9.65%), спрэд к **Магниту-2** (YTM 8.15%) сократился до 150бп. Дальнейший потенциал роста, на наш взгляд, ограничен (см. комментарий от 16 июля).

По итогам вчерашних торгов, цена выпуска **Удмуртия-2** (УТМ 8.04%) сложилась на уровне 102.09п.п. (размещение облигаций проходило во внебиржевом режиме). На этом фоне интересно смотрятся более короткие облигации **Удмуртия-1** (УТМ 7.71%), чей спрэд к ОФЗ примерно на 25бп шире.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Купон по облигациям **МИЭЛЬ-1** сложился в размере 12.13% (УТР 12.50%). Выпуск **МИАН-1** (13.27%), на наш взгляд, более интересен.

Сегодня Минфин проведет доразмещение **ОФЗ 26199** на 11 млрд. рублей. Благодаря значительному объему свободной рублевой ликвидности конъюнктура рынка сейчас достаточно позитивна. Вместе с тем, из-за сезона отпусков активность с каждым днем идет на убыль, поэтому ажиотажного спроса на выпуск мы, скорее всего, не увидим.

Мы полагаем, что для размещения всего заявленного объема на таком рынке Минфину придется пойти на предоставление премии в 2-4бп. Сейчас **ОФЗ 26199** торгуется около 6.14%, и мы ожидаем, что на аукционе доходность сложится на уровне 6.16-6.18%.

Банк Россия (Fitch B-/RW Негативный): комментарий к размещению

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа Банка Россия объемом 1.5 млрд. руб. с офертой через год.

Банк Россия – средний по размерам частный банк, базирующийся в Санкт-Петербурге. По итогам 1 квартала 2007 г. он занимает 41 место в России по величине активов. В конце 2004-2005гг. банк приобрел 51% крупной страховой группы СОГАЗ (NR). Также дочерняя инвестиционная компания банка – ООО «ИК «Аброс» – владеет крупным пакетом медиа-активов: ОАО «ТРК Петербург-Пятый канал», «РЕН ТВ», «СПб Ведомости» и т.д. Кстати, именно недавняя покупка акций «РЕН ТВ» стала причиной помещения рейтинга банка агентством Fitch в список на возможное понижение.

Основным направлением бизнеса Банка Россия является обслуживание корпоративных клиентов. Большая часть акций банка принадлежит физическим лицам, из которых крупнейшим акционером является Ю.Ковальчук – 30% (по информации СМИ – близкий друг Президента В. Путина). Помимо этого примерно по 7% акций банка принадлежат группам Северсталь и Сургутнефтегаз.

Основу активов Банка составляет ссудный портфель (60%). Доля просрочки в портфеле минимальна. Банк имеет крупный портфель ценных бумаг, на который приходится около трети всех активов. Источниками фондирования служат в основном средства корпоративных клиентов (остатки на расчетных счетах, депозиты), а также физических лиц (5.3% на 01.01.2007).

Среди слабых сторон кредитного профиля банка – низкий уровень капитализации, предположительно высокая концентрация активов и пассивов (в т.ч. значительные операции со связанными сторонами) и недостаточная прозрачность (последняя отчетность по МСФО датирована 2005 г.). Кроме того, мы считаем низкой вероятностью слияния/поглощения банка другими кредитными организациями. Подобные сделки является одним из ключевых факторов привлекательности российских банковских облигаций. Наиболее вероятными кандидатами на M&A мы считаем «розничные» банки с развитой филиальной структурой и низким объемом операций со связанными сторонами.

Среди очевидных сильных сторон кредитного профиля банка – наличие достаточно ценных и привлекательных активов (контрольный пакет акций СОГАЗа, медиа-активы), а также предположительно высокий уровень политической поддержки. Учитывая высокую вероятность сохранения политического режима после грядущих выборов, риски, связанные с потерей такой поддержки, мы оцениваем как невысокие.

На наш взгляд, по кредитным характеристикам наиболее близким Банку Россия является другой частный питерский банк, имеющий «политический» вес – это Банк Санкт-Петербург (ВаЗ/В). Еврооблигации Банка Санкт-Петербург торгуются на уровне 360бп к свопам. В этом смысле, ориентиры организаторов рублевого займа Банка Россия на уровне 9.26-9.46% к годовой оферте (430-450бп к свопам) кажутся нам вполне адекватными кредитному профилю банка.

Результаты Банка Россия по МСФО			
млн. рублей	2004 г.	2005 г.	2006 г. РСБУ
Процентные доходы	877	1 467	2 545
Процентные расходы	369	543	953
Чистый процентный доход	508	924	1 592
Чистый комиссионный доход	53	54	112
Операционные расходы	182	299	455
Чистая прибыль/убыток	178	570	717
Собственный капитал	1 229	3 531	3 637
Ссудный портфель	5 425	10 123	22 733
Активы	10 314	19 710	38 037
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	6.2%	7.5%	6.1%
Рентабельность собственного капитала	20%	23.9%	20%
Рентабельность активов	2.1%	3.8%	2.5%
Cost/Income ratio	44%	28.6%	27.3%
Доля резервов	6.4%	3.3%	3%
Собственный капитал/ Активы	12%	17.9%	9.6%

Источник: Банк Россия, оценка МДМ-Банка



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный
департамент
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com		

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.