

| Индикатор | Значение | Изм-е | Изм-е, % | Индикатор | Close | Изм-е, % | YTM/УТР, % | Изм-е, b.p. |
|----------------------------------|----------|-------|----------|---------------------|----------|----------|------------|-------------|
| Нефть (Urals) | 141.07 | -1.43 | -1.00 | GAZP' 34 | 108.25 | 0.00 | 7.87 | 0 |
| Нефть (Brent) | 144.1 | -1.56 | -1.07 | Bank of Moscow 09 | 102.00 | - | 6.25 | - |
| Золото | 931.25 | -2.75 | -0.29 | UST 10 | 99.27 | 0.08 | 3.97 | -1 |
| EUR/USD | 1.5636 | -0.01 | -0.45 | РОССИЯ 30 | 112.00 | -0.05 | 5.69 | 1 |
| USD/RUB | 23.4859 | -0.03 | -0.14 | Russia'30 vs UST'10 | 172 | | | 1 |
| Fed Funds Fut. Prob июл.09 (3%) | 94% | 0.00% | | UST 10 vs UST 2 | 144 | | | -1 |
| USD LIBOR 3m | 2.79 | 0.00 | -0.07 | Libor 3m vs UST 3m | 96 | | | 1 |
| MOSPRIME 3m | 5.93 | 0.00 | 0.00 | EU 10 vs EU 2 | 9 | | | -2 |
| MOSPRIME o/n | 3.54 | 0.04 | 1.14 | EMBI Global | 315.54 | 0.23 | | 71 |
| MIBOR, % | 3.61 | 0.11 | 3.14 | DJI | 11 288.5 | 0.65 | | |
| Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.) | 1083.00 | 18.80 | -1.03 | Russia CDS 10Y \$ | 139.15 | 0.38 | | 2 |
| Сальдо ликв. | 47 | 0.00 | 0.00 | Gazprom CDS 10Y \$ | 276.47 | 3.63 | | 10 |

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Робкая консолидация: короткие фишки в фаворе
 ГОТЭК исполняет оферту – ждем второго тура
 Риски облигаций 3-го эшелона остаются высоки
 АПК ОГО: недостаточный купон

Первичный рынок

ДВТГ: комментарий к размещению второго выпуска облигаций

Глобальные рынки

Америка закрыта
 «Дамоклов меч» структурных продуктов

Новости эмитентов

Магнолия к оферте готова; с каким купоном брать?
 Банк Восточный Экспресс и УРСА Банк: уточнения к комментарию
 Агропром: одобрено создание государственного зернотрейдера

Новости коротко

Первичный рынок

- **Размещение РЖД-08.** Сегодня в 18:00 закрывается книга заявок по выпуску облигаций РЖД серии 08. По информации организаторов книга заявок заполняется "крайне хорошо" и по выпуску уже наблюдается переподписка. Ожидаемая ставка купона ориентировочно составит 8.5% годовых, тогда как ранее ориентиры составляли 8.25 - 8.75% годовых. / Газпромбанк, Тройка Диалог
- **Банк Московское ипотечное агентство (МИА)** перенес размещение выпуска облигаций серии 05 объемом 2.0 млрд. руб. Размещение выпуска планируется в середине июля. / Инвестиционный Блок Банка Москвы
- 10 июля «РБК Информационные Системы» разместит биржевые облигации серии БО-5. Объем выпуска - 1,75 млрд. руб. Ориентир доходности 10,75-11,25 проц годовых. Организатор - Альфа-банк. По словам источника в банке-организаторе, вряд ли РБК станет размещать остальные выпуски биржевых облигаций до конца года. / Прайм-ТАСС
- 11 июля начнется размещение облигаций ОАО «НОМОС-Лизинг» общим объемом 3 млрд. руб. / Cbonds
- 16 июля 2008 г. начнется размещение облигаций ЗАО «Строительное объединение «М-ИНДУСТРИЯ» общим объемом 1,5 млрд. руб. / Cbonds
- Московская объединенная энергетическая компания (МОЭК) планирует в июле разместить дебютный выпуск облигаций на сумму 6,0 миллиарда рублей, ставка купона прогнозируется на уровне 9,5-10,5 % годовых. / Инвестиционный Блок Банка Москвы

Рейтинги

- S&P присвоило рейтинг «BB+» планируемым выпускам рублевых облигаций ООО «ВымпелКом-Инвест», которые полностью гарантированы ОАО «ВымпелКом». В пятницу мы писали о том, что выпуск облигаций может иметь существенное ограничение и не войти в ломбардный список ЦБ. Наличие рейтинга, возможно, позволит ЦБ включить эти бумаги в ломбардный список в будущем.
- Moody's повысило рейтинг ОАО «Газпром нефть» до «Ваа3» с «Ва1». Прогноз изменения рейтинга - «стабильный». Рейтинг еврооблигаций компании на \$500 млн. с погашением в январе 2009 года также был повышен до «Ваа3» с «Ва1».

Регистрация выпусков

- ФСФР зарегистрировала следующие выпуски рублевых облигаций:
 - Серию 08 ОАО «Сибирьтелеком» объемом 2.0 млрд. руб.;
 - Серию 01 ООО «Хортекс-Финанс» объемом 1.0 млрд. руб.;
 - Серию 02 ООО «Городской супермаркет» (SPV Группы "Азбука Вкуса") общим объемом 2 млрд. руб.;
- ФСФР также зарегистрировала отчет об итогах выпуска облигаций серии 02 ООО «Арктел-Инвест», объемом 1.0 млрд. руб.

Экономика РФ

- Чистый приток частного капитала в РФ в первом полугодии 2008 года составил \$12,3 млрд. В первом квартале был зафиксирован чистый отток капитала в размере \$23,4 млрд, во втором - чистый приток в сумме \$35,7 млрд. ЦБ РФ скорректировал цифру по чистому оттоку за первый квартал. Ранее он оценивался в \$22,8 млрд. В прошлом году в первом полугодии наблюдался чистый приток в размере \$68,7 млрд./ Интерфакс

Глобальные рынки

- Число дефолтов по долговым обязательствам, обеспеченным кредитами, выданными для финансирования выкупа акций с помощью заемных средств (LBO), может оказаться значительно выше, чем прогнозируют рейтинговые агентства, поскольку приближается срок погашения этих бумаг на общую сумму порядка \$ 500 млрд., говорится в сообщении Банка международных расчетов. / Интерфакс

Внутренний рынок

Робкая консолидация: короткие фишки в фаворе

В конце минувшей недели на рынке корпоративных облигаций наметилась робкая консолидация. В пятницу наблюдался небольшой рост рассчитываемых нами индексов. В то же время, по итогам недели корпоративный сектор потерял 0.18 % при росте доходности на 17 б. п. В секторе blue chips недельная консолидация более выражена: доходность выросла всего на 3 б. п., а в бумагах с дюрацией менее года наблюдались покупки, вылившиеся в снижение доходности на 23 б. п. Сдвиг предпочтений инвесторов в сторону коротких голубых фишек является итогом влияния трех ключевых рисков, о которых мы писали на прошлой неделе: технические дефолты, давление со стороны первичного рынка, негатив из-за рубежа.

В последний торговый день лидерами по обороту стали РЖД-6 и Аптечная сеть 36.6-1. С выпусками прошли сделки на 1.3 и 0.78 млрд руб. соответственно. РЖД-6 по итогам пятницы вырос на 0.13 % (-6 б. п. в доходности), Аптеки прибавили 2 % (-246 б. п.).

Что касается выпуска РЖД-6, то рынок пытается найти справедливую доходность обращающегося инструмента, после уточнения ориентира по купону (8.5 %) размещаемого выпуска РЖД-8. В случае Аптеки36-1 в пятницу, судя по всему, продолжились сделки по обратному выкупу на следующий день после исполнения оферты. Совокупный оборот в режиме РПС составил порядка 744 млн. руб. (около 25% выпуска). Большинство сделок прошло по цене 93.5%, средневзвешенная цифра – 95.9% от номинала (доходность – 15.06%). Напомним, что 3-го июля цена обратной продажи в рынок составила 93.3%, а оборот по этой цене составил порядка 75.5% от выпуска.

Активность наблюдалась в недавно вышедшем в торги МТС-3: выпуск прибавил 0.05 % (-5 б. п.) на обороте 101 млн руб. Тем не менее, «новичок» все еще торгуется ниже номинала. Обороты торгов продолжают оставаться ниже 20-дневного среднего значения как в муниципальном, так и в корпоративном (5 042 млн руб. против 11 579 млн) сегментах.

Юрий Нефедов, Егор Федоров

ГОТЭК исполняет оферту – ждем второго тура

В пятницу еще один эмитент, потерпевший технический дефолт, исполнил обязательства по оферте. Как и было анонсировано в четверг вечером, ГОТЭК погасил прядка 525 млн руб. из предполагаемых обязательств на сумму 1.0 млрд. руб., не исполненных во время оферты 23 июня. Таким образом, во время «второго тура» исполнения оферты, срок которого пока не назначен, ГОТЭК должен выкупить порядка 475 млн. руб. По нашим оценкам, 517 млн. руб. были проданы обратно в рынок по цене 98.7 % (15.01 % к погашению). Об источниках средств, использованных компанией для исполнения обязательств, нам ничего не известно.

Риски облигаций 3-го эшелона остаются высоки

Таким образом, ГОТЭК стал «номером два» после Арбат Престижа в ряду эмитентов, потерпевших технический дефолт, но исполнивших свои обязательства до объявления фактического дефолта по своему долгу. В этой связи напряжение инвесторов немного спадает, однако мы вынуждены констатировать сразу несколько факторов, свидетельствующих о том, что риски облигаций эмитентов 3-го эшелона остаются высокими.

- 1) Возможности рефинансирования по-прежнему ограничены. Дверь первичного рынка для эмитентов 3-го эшелона пока заперта. В качестве ключа к этой двери может выступать высокая премия, однако в большинстве случаев размещения носят скорее технический характер (например, рефинансирование кредита банка или займа владельца крупного пакета).
- 2) Емкость рынка эмитентов 3-го эшелона сокращается с каждой офертой и каждым техническим, квазирыночным размещением. Мы полагаем, что со временем ликвидность облигаций эмитентов 3-го эшелона может совсем исчезнуть, а инвесторы переориентируются на более качественные с точки зрения ликвидности и кредитных характеристик выпуски.
- 3) Рынок продолжает оставаться под давлением высококачественного «навеса» со стороны blue chips: волны переоценки, начавшиеся после маркетинга нового выпуска РЖД, в преддверии самого размещения немного стихли. Однако консолидация, произошедшая в пятницу, не дает нам повода утверждать, что спад окончен.
- 4) Поток негативных новостей с внешних рынков не иссякает: вышедшая на прошлой неделе статистика подтверждает, что экономический спад медленно, но верно распространяется по мировой экономике. Региональные банки США, для которых привлечение капитала с помощью продажи TRUPS (Trusted Preferred Shares) стало слишком сложным, могут придать сил третьей волне кредитного кризиса.

Юрий Нефедов, Егор Федоров

АПК ОГО: недостаточный купон

В последний торговый день минувшей недели состоялось исполнение оферты по выпуску 3-й серии АПК «ОГО». Эмитент выкупил объем, эквивалентный 44 % выпуска. Незначительный объем был продан в рынок по цене 99.75 % (15.87 % к годовой оферте).

По нашим оценкам, данный уровень нельзя назвать переоценкой, так как в конце июня выпуск торговался с доходностью 15.85 %. Очевидно, уровень ставки последующих купонов в 15 % инвесторы сочли недостаточным и предпочли выйти из выпуска.

Юрий Нефедов

| 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 |
| ОГО-агро-2 | 1 020 | 12.95% | 12.95% | 15.73 | 0.46 | 1035 | 25.02.09 п | 77% | 75% | 96 | 345 |
| ОГО-агро-3 | 1 500 | 13.50% | 15.00% | 15.87 | 0.78 | 1027 | 03.07.09 о | 68% | 79% | 133 | 327 |

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

Первичный рынок

ДВТГ: комментарий к размещению второго выпуска облигаций

На середину июля 2008 г. намечено размещение второго облигационного займа Дальневосточной транспортной группы (ДВТГ) на сумму 5 млрд руб. сроком на 5 лет через SPV ООО «ДВТГ-Финанс».

ДВТГ (NR) – второй по размерам частный российский грузоперевозчик с выручкой 12.7 млрд руб. (почти \$500 млн.), действующий преимущественно в ДФО и имеющий в парке свыше 12 тыс единиц подвижного состава. Бенефициаром ДВТГ является топ-менеджер компании – председатель совета директоров.

Слабость кредитного профиля ДВТГ выражается в слабости акционерной поддержки (по сравнению, скажем, с ММК-Транс, Трансконтейнер), жесткой конкуренции, зарегулированностью отрасли в плане тарифов, что оказывает неблагоприятное влияние на рентабельность. Мы обращаем внимание, что уже второй год подряд у ДВТГ – отрицательный операционный денежный поток. Наконец, самое главное, компания характеризуется очень высокой долговой нагрузкой (Чистый долг/ЕБИТДА превышает 5.5х, а процентные расходы «съедают» почти всю величину ЕБИТДА). Организационная структура компании пока достаточно сложна и не имеет четкого холдингового вида. Тем не менее, уже 3-й год подряд ДВТГ готовит отчетность по МСФО, аудированную представителем Big4, что является ее большим преимуществом и значительно облегчает финансовый анализ.

Несмотря на ряд недостатков, свойственных кредитному качеству ДВТГ, мы не можем не отметить ряд комфортных для кредитора компании моментов, которые произошли с момента размещения первого выпуска облигаций (август 2007 г.) либо свойственны новому займу:

- Подвижный парк ДВТГ увеличился почти на 30%. По нашим оценкам, около половины его находится в собственности компании
- Была произведена переоценка транспортного парка компании, что вызвало рост собственного капитала более чем на 5.5 млрд руб. и повысило показатели финансовой устойчивости Группы
- В ходе переоценки и новых покупок стоимость основных средств ДВТГ, из которых 97% представлено локомотивами и вагонами, выросла с 6.8 млрд руб. до 15.6 млрд руб. При этом, залоге по кредитам находится подвижного состава на сумму менее чем 1 млрд руб. Рыночная стоимость вагонов, с запасом покрывающая номинал облигационного займа, является важным позитивным фактором для кредиторов при оценке компании, принимая во внимание очень высокую ликвидность этих активов.
- Объем совокупного обеспеченного долга снизился более чем в 2 раза и представляется очень незначительным (менее 1 млрд руб.)
- Значительный рост выручки, о чем свидетельствует рост ЕБИТДА на 63%. Оптически низкий прирост выручки по отчетности является следствием особенностей учета тарифа РЖД при собственных перевозках и при перевозках через агентов
- По сравнению со структурой сделки по первому займу во втором случае в структуру поручителей добавлены помимо холдинговой компании 2 операционных юрлица, держателя активов
- Только 20% нового займа (1 млрд руб.) идет на финансирование инвестпрограммы
- Наконец, по займу предусмотрены сразу 2 оферты (через 1 год и через 2 года)

Price-guidance по второму выпуску (13-14%), предполагающий рост ставки купона на 250-300 б.п. по сравнению с первым выпуском, на наш взгляд, вполне адекватно отражает изменение рыночной конъюнктуры на рынке и компенсирует отраслевые и stand-alone риски ДВТГ.

Леонид Игнатьев

Ключевые финансовые показатели ДВТГ, МСФО, млн руб.

| | 2005 | 2006 | 2007 | у-о-у, % |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Выручка | 11 249 | 11 374 | 12 734 | 12% |
| ЕВITDA | 920 | 1 395 | 2 277 | 63% |
| Чистая прибыль | 99 | 46 | 176 | 283% |
| Чистые проценты | 553 | 906 | 1 446 | 60% |
| OCF | 231 | -271 | -617 | 128% |
| Активы | 5 532 | 9 713 | 19 372 | 99% |
| Долг | 4 692 | 8 378 | 12 702 | 52% |
| Чистый долг | 4 656 | 8 328 | 12 604 | 51% |
| Собственный капитал | 146 | 321 | 5 711 | 1679% |
| ЕВITDA margin | 8.2% | 12.3% | 17.9% | |
| Долг/ЕВITDA | 5.1 | 6.0 | 5.6 | |
| Чистый долг/ЕВITDA | 5.1 | 6.0 | 5.5 | |
| ЕВITDA/Проценты | 1.7 | 1.5 | 1.6 | |
| Долг/Активы | 0.8 | 0.9 | 0.7 | |
| Долг/Собственный капитал | 32.1 | 26.1 | 2.2 | |

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Глобальные рынки

Америка закрыта

В конце недели рынки США были закрыты в связи с празднованием дня независимости. По итогам короткой недели доходность UST-10 практически не изменилась (+0.6 б.п.), в то время как короткий конец кривой упал на 9 б.п. Увеличение наклона кривой UST продолжает свидетельствовать о сохранении рыночных ожиданий повышения ставки. Вероятность того, что через год ставка будет на уровне 3% составляет порядка 94%.

В Европе, наоборот, инвертированность кривой EU Treasuries наблюдаемая в преддверии прошедшего заседания постепенно исчерпывается, хотя спрэд между EU-10 и EU-2 по-прежнему невелик (порядка 10 б.п.).

Рынок EM в пятницу показал смешанную динамику с перевесом в красную зону. Российские суверенные облигации не стали исключением, однако спрэд Rus'30 – UST'10 сохранился на уровне 170 б.п. В корпоративном секторе смешанная динамика движения котировок наблюдалась как в финансовом, так и производственном сегментах. На общем фоне выделялись бумаги, номинированные в евро: RusStand'9 (+0.23%), Gazp'17 (+0.16% / -10 б.п. в доходности), Gazp'18 (+0.15% / -11 б.п.). Среди бумаг с валютой номинала в USD хороший рост показали бумаги TNK-BP – доходность выпусков снизилась на 27-60 б.п., а также VIP'16 (+0.21% / -11 б.п.).

На этой неделе

Во вторник внимание инвесторов будет приковано к выступлениям Б. Бернанке и Г. Полсона, которые примут участие в форуме, посвященном ипотечному кредитованию. Их оценка текущей ситуации поможет сориентировать рынок в отношении дальнейших действий ФРС.

В четверг Г. Полсон расскажет об изменениях в регулировании финансовых рынков. Ключевая статистика выйдет в конце недели: импортные цены (прогноз – 1.8 % м/м), торговый баланс (прогноз минус \$ 62.1 млрд.), а также индекс ожиданий потребителей (прогноз – 56 пунктов).

По нашему мнению, основные «баталии» на долговых рынках развернутся ближе к концу недели, когда рынок сможет сопоставить данные статистики и заявления главы ФРС и министра финансов США.

Юрий Нефедов



«Дамоклов меч» структурных продуктов

На прошлой неделе появились сообщения о недостаточности капитала у некоторых региональных банков в США: Capitol Bancorp, FirstTier Corp. of Northglenn, Colo. and Mountain 1st (Bloomberg). На волне кредитного кризиса стоимость акций данных институтов снизилась настолько, что допэмиссия приведет к размыванию доли текущих владельцев. Кроме того, традиционно TRUPS структурировались в форме CDO и покупались более крупными финансовыми учреждениями, однако кредитный кризис резко уменьшил «аппетит» инвесторов к подобным инструментам, что, в свою очередь, закрыло региональным банкам путь к финансированию.

Согласно данным Bloomberg, с 2000 г. на рынке было куплено порядка \$ 49 млрд. CDO, обеспеченных TRUPS, тем не менее, с ноября текущего года с данными инструментами не проведено ни одной сделки. На прошлой неделе Moody's заявило, что пересмотрит рейтинги выпусков CDO в связи с просрочкой выплаты дивидендов некоторыми региональными банками.

С сокращением спроса на CDO связана и другая проблема, озвученная специалистами Банка международных расчетов в конце прошлой недели. По данным БМР, к концу 2008 г. 4 % высокодоходных облигаций, выпущенных для финансирования выкупа акций (LBO) и структурированных в CDO, потерпят дефолт. В целом до 2010 г. должны погаситься порядка \$ 500 млрд подобных обязательств.

Третьей негативной новостью, сгущающей краски и без того мрачной картины финансового кризиса, стало мнение Goldman Sachs о том, что для сохранения финансовой устойчивости европейским банкам в условиях продолжения кризиса придется докапитализироваться на \$ 94-114 млрд, в дополнение к \$ 115 млрд, привлеченным после списания порядка \$ 134 млрд.

Влияние на российский долговой рынок

Рост спроса на средства со стороны европейских банков, обладающих более высокими кредитными рейтингами, усилит конкуренцию для российских заемщиков, которые будут вынуждены повышать ставки. По структуре сделок не исключен также сдвиг в сторону закрытых клубных кредитов и изменение «географии» рынка: например, поиск средств в странах Азии и Ближнего Востока.

Юрий Нефедов, Егор Федоров

Новости эмитентов

Магнолия к оферте готова; с каким купоном брать?

Компания «Магнолия» в пятницу объявила о закрытии сделки по привлечению кредита объемом 1 млрд руб. у Судостроительного банка. Похоже, что компания готовится к прохождению оферты в конце июля, ставка купона на следующие после оферты купонные периоды пока не объявлена.

На наш взгляд, Магнолия сделала очень правильный PR-ход – заранее, до определения ставки купона, объявила о наличии источника рефинансирования всего объема долга и «успокоила» инвесторов, которые относятся к компаниям 3-го эшелона более чем настороженно после серии технических дефолтов в последнее время.

Профиль эмитента

Магнолия представляет собой сеть магазинов формата «у дома». В условиях высококонкурентного рынка продуктовых сетей в Москве этот формат является одним из наиболее привлекательных, поскольку в столице еще имеются перспективные точки для открытия подобных магазинов, а инвестиции на их открытие невелики. Более крупные ритейлеры (например, Мосмарт, Дикси) ранее уже заявляли о намерении развивать данный формат.

Большая часть магазинов Магнолии – 90 из 103 – расположены в Москве. Общая торговая площадь на начало этого года составляла 21.6 тыс. кв. м, в том числе в собственности Группы находилось 10 московских магазинов площадью 4.5 тыс. кв. м, еще 25 магазинов находятся в собственности у акционеров.

Благодаря привлеченному облигационному займу в прошлом году компании удалось продемонстрировать довольно хороший рост. Согласно информации годового отчета за 2007 год, в прошлом году Группе удалось увеличить выручку почти в 2 раза – с 3.0 до 5.6 млрд руб.; при этом размер среднего чека вырос на 11% – со 158 до 175 руб. Рентабельность EBITDA компании составила 6%, Долг/EBITDA – около 4X.

Приведенные данные основаны на управленческой отчетности Группы, составленной в соответствии с РСБУ по итогам 2007 г., однако нам трудно судить, насколько эта отчетность отражает реальное положение дел, поскольку прозрачность Магнолии оставляет желать лучшего.

Основная операционная компания Магнолии – Т и К Продукты, через которую проходит большая часть потоков Группы – имеет сопоставимую долговую нагрузку (~1 млрд руб.), однако генерирует значительно меньшую маржу. По нашим ощущениям, объем долга по Группе может быть выше – так, на балансе главной операционной компании висит долг на сумму почти 1 млрд руб., тогда как в годовом отчете указано, что средства, направленные Т и К Продукты от размещения выпуска облигаций, составили всего 640 млн руб.

Рекомендации

Мы считаем, что Магнолия является вполне вероятным претендентом на скорую продажу крупного пакета своих акций или всего бизнеса – компания работает в интересном формате и генерирует приличную маржу, по крайней мере, согласно отчетности. В то же время, пока Группа представляет собой лишь еще одного ритейлера с повышенной долговой нагрузкой в разгар ужесточения условий заимствования на кредитных рынках.

Еще несколько дней назад облигации компании торговались по 99.5-99.8% от номинала, что совсем неплохо для 3-го эшелона накануне оферты, однако уже в пятницу котировки облигаций достигли номинала. **Мы считаем, что доходность бумаги до следующей оферты должна составлять не менее 15% (с такой доходностью сейчас торгуются другие достойные эмитенты 3-го эшелона розничного сегмента, например Единая Европа, Алькор, Самохвал и др.).** В то же время, судя по тому, что Магнолия уже привлекала кредит, вряд ли Группа пойдет на столь высокую ставку. По информации эмитента собственная недвижимость Магнолии не обременена залогом, поэтому ставка по кредиту Судостроительного Банка может быть вполне привлекательной для эмитента.

Анастасия Михарская

Банк Восточный Экспресс и УРСА Банк: уточнения к комментарию

Сегодня мы хотели бы дополнить наш пятничный комментарий в отношении отмены объединения Банка Восточный Экспресс и УРСА Банк двумя важными замечаниями.

- В пятницу мы забыли упомянуть о том, что согласно условиям выпуска рублевого евробонда VostExp 2010 на 5.4 млрд руб. отказ от слияния двух банков влечет за собой право держателей на досрочное погашение данного выпуска. Риски невыплаты указанной суммы банком мы оцениваем как незначительные. Во-первых, помощь может оказать сам УРСА Банк, как непосредственно кредитом, так и выкупом портфеля кредитов. Во-вторых, по данным сводного отчета по РСБУ, на начало июня 2008 г. у банка имеется около 1.5 млрд руб. денежных средств и около 1.3 млрд руб. в расчетах. В-третьих, как любой банк, вовлеченный в потребкредитование, Банк Восточный Экспресс имеет возможность достаточно быстро накопить подушку ликвидности, приостановив на время выдачу коротких потребкредитов при стабильном уровне пассивов.

Мы не даем рекомендаций в отношении выпуска рублевых еврооблигаций VostExp 2009. По нашим ощущениям, он не является образчиком ликвидности, а индикативные уровни bid ниже номинала говорят в пользу того, что держатели офертой воспользуются.

- Второе важное уточнение касается высказывания Игоря Кима (ключевого бенефициара двух банков), приведенное в сегодняшнем «Коммерсанте», о том, что основная причина отмены слияния – слишком высокие риски (читай: риски рефинансирования) в текущих условиях, о чем мы писали в пятницу. Поэтому, по словам Кима, оптимальным вариантом трансформации является придание Восточному Экспрессу статуса «дочки» УРСА Банка.

Таким образом, стратегический интерес УРСА Банка к дальневосточному коллеге по Банковскому альянсу подтвержден и может быть благоприятно воспринят инвесторами в краткосрочной перспективе – то есть в период обращения рублевого займа Восточный Экспресс (13.69 %). Спрэд выпуска более чем в 300 б. п. над рублевой кривой УРСА Банка мы считаем привлекательным.

Леонид Игнатьев

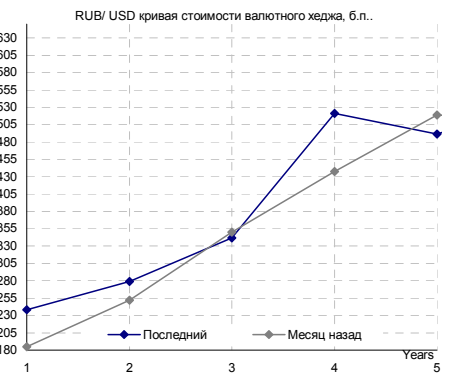
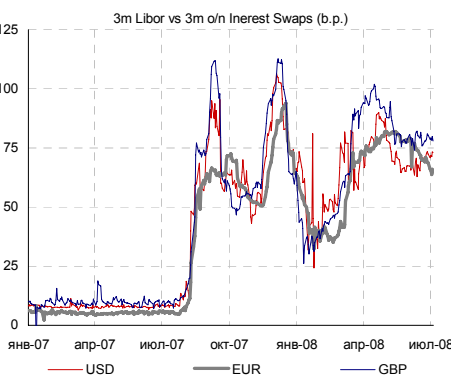
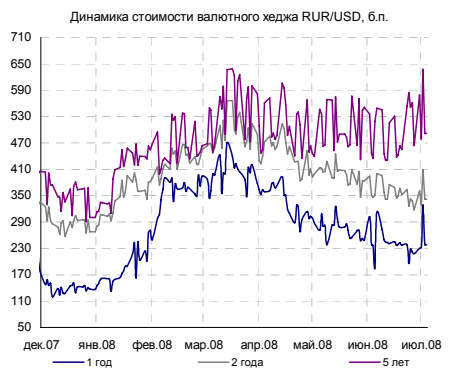
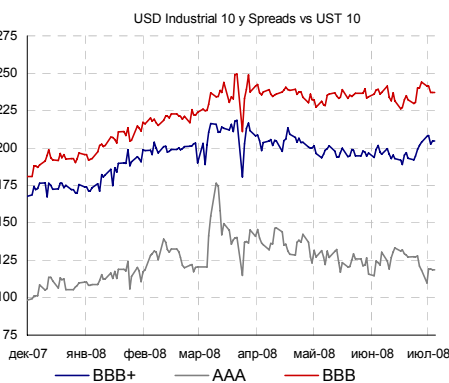
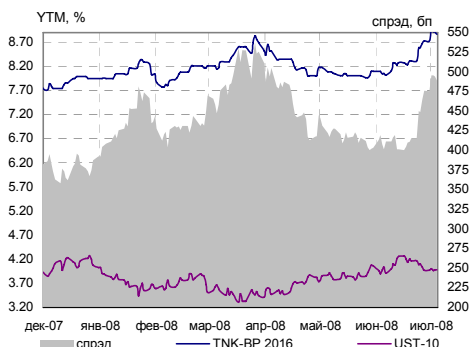
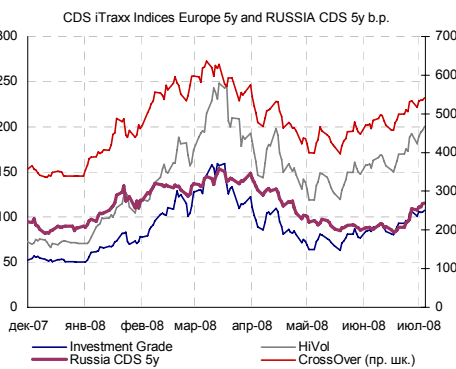
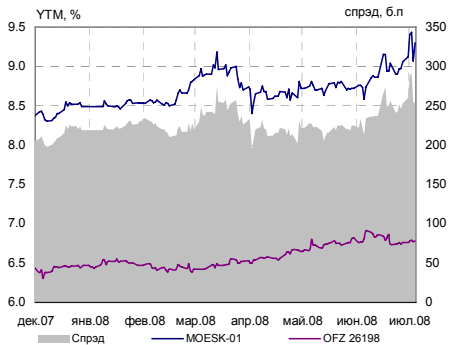
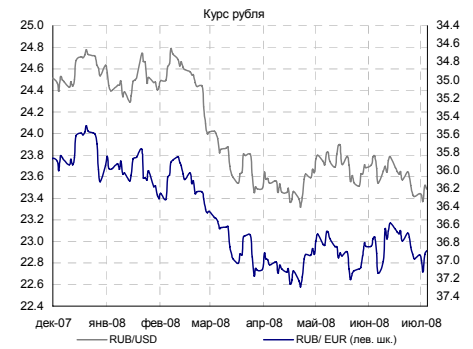
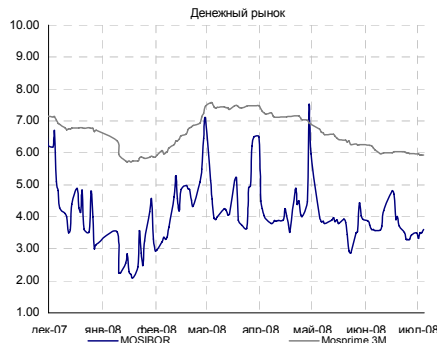
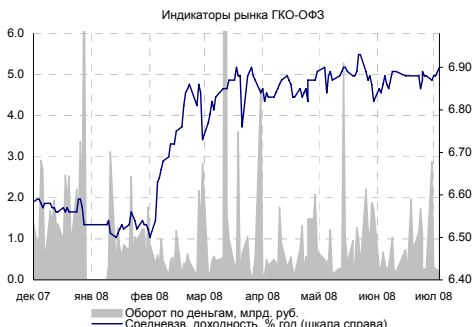
Агропром: одобрено создание государственного зернотрейдера

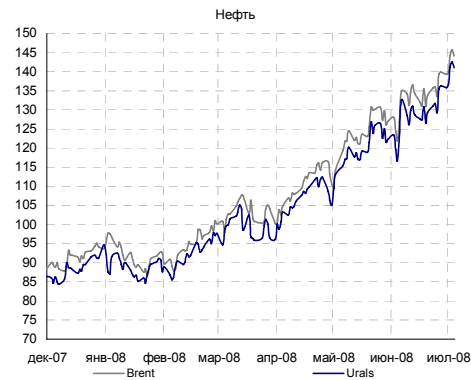
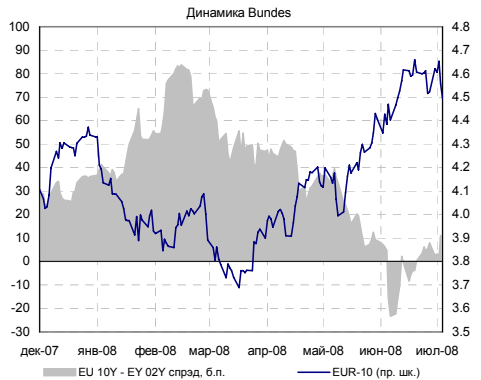
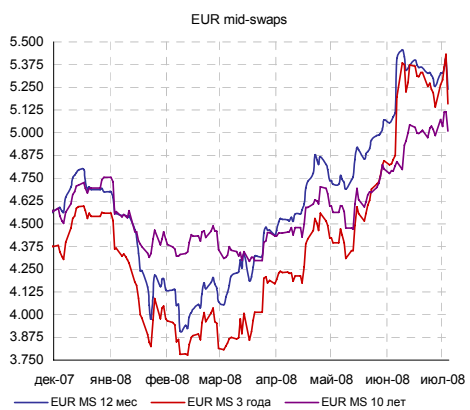
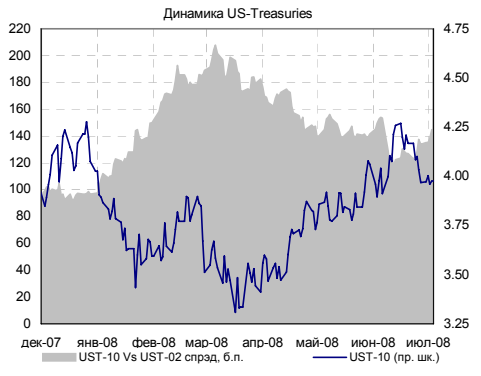
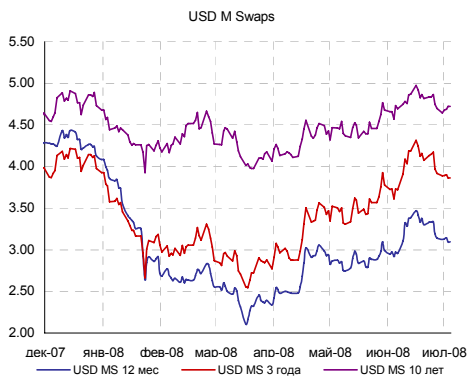
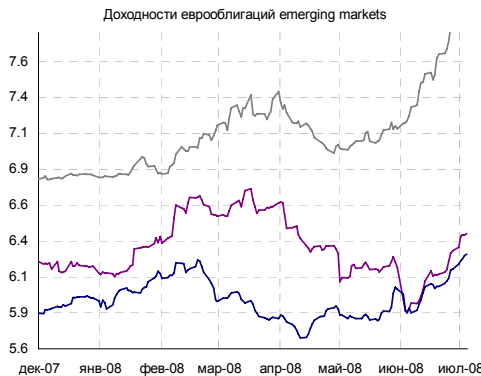
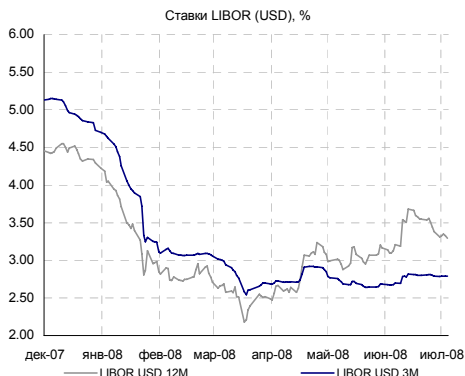
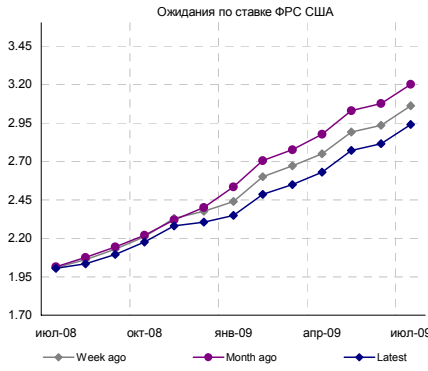
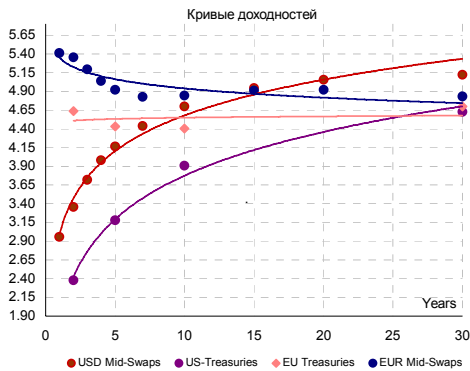
По данным газеты «Коммерсантъ», Правительство РФ одобрило идею создания государственного зернотрейдера, который, по замыслу Министерства сельского хозяйства РФ, станет крупнейшим экспортером российского зерна. Отметим, что в настоящее время крупнейшие отечественные частные зернотрейдеры ежегодно участвуют в международных тендерах на поставки зерна, которые объявляют госкомпании стран-импортеров.

Мы считаем, что планы Правительства несут риск монополизации внешних продаж российского зерна и могут сделать и без того не самое сильное в отношении финансов положение частных агрокомпаний еще более уязвимым. По нашему мнению, для кредитного профиля таких компаний в краткосрочной перспективе риски незначительны, однако в среднесрочном периоде они значительно возрастут.

Из крупных зернотрейдеров-экспортеров сейчас на рынке рублевого долга присутствует довольно много эмитентов: Агрика с облигациями на 1 млрд. руб. (13.90 %); РУСАГРО (-); ОГО (15,5% - 16.0%) Разгуляй (11.5 -12.5%).

Леонид Игнатьев





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ

| | |
|----------|---|
| 09.07.08 | Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки. |
| 10.07.08 | |
| 17.07.08 | Очередное заседание ЕЦБ. |
| 05.08.08 | Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки |

Календарь размещений

| Дата | Эмитент, серия выпуска | Объем, млн. | Срок обращения | УТР/ УТМ (прогноз организаторов) | Разброс |
|----------|------------------------|-------------|--------------------|----------------------------------|---------|
| СЕГОДНЯ | Баренцев, 1 | 800 | 3 года / 1 год | 16.99-17.55 | 0.56 |
| 09.07.08 | РЖД, 8 | 20 000 | 3 года | 8.47 - 8.94 | 0.50 |
| 10.07.08 | Транскредитбанк, 3 | 5 000 | 3 года / 1.5 года | 9.73 - 10.25 | 0.50 |
| 10.07.08 | СТРОЙИНДУСТРИЯ ПСК, 1 | 1 000 | 3 года/1 год | куп. 14.5 | - |
| 10.07.08 | РБК, БО-5 | 1 500 | 1 год | 10.75-11.25 | 0.50 |
| 10.07.08 | Новые инвестиции, 1 | 380 | 3 года/2 года/ год | - | - |
| 11.07.08 | Номос-Лизинг, 1 | 3 000 | 3 года | - | - |
| 15.07.08 | ВТБ-Лизинг Финанс, 2 | 10 000 | 7 лет/ год | 8.47 - 9.10 | 0.63 |
| 16.07.08 | М-Индустрия, 2 | 1 500 | 4 года | - | - |
| 17.07.08 | КОМОС Групп, 1 | 2 000 | 3 года/ год | 15.03 - 15.56 | 0.53 |

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

| Дата* | Выпуск | В обращении, млн. руб.** | Событие | Цена оферты, % | Выплата, млн. руб. |
|------------|------------|--------------------------|---------|----------------|--------------------|
| 08.07.2008 | Криоген 02 | 500 | Погаш. | - | 500 |
| 08.07.2008 | ММ-Фин 02 | 1 500 | Оферта | 100 | 1 500 |
| 08.07.2008 | НижЛенИнв | 400 | Погаш. | - | 400 |
| 08.07.2008 | Перекрест1 | 1 500 | Погаш. | - | 1 500 |
| 10.07.2008 | ММК ТФ 01 | 650 | Погаш. | - | 650 |
| 10.07.2008 | Орхидея 01 | 1 000 | Оферта | 100 | 1 000 |
| 10.07.2008 | РосТ-Лайн1 | 1 000 | Оферта | 100 | 1 000 |

*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 |
|----------|--|--------------|--------------------|------------------|----------------------|
| 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 |
| 03.07.08 | Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing) | июн.08 | 51.50 | 51.70 | 48.20 |
| 03.07.08 | Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment) | июн.08 | 5.4% | 5.5% | 5.5% |
| 03.07.08 | Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls) | июн.08 | -50 000 | -62 000 | -62 000 |
| СЕГОДНЯ | | | | | |
| 11.07.08 | Сальдо федерального бюджета, млрд. долл. | июн.08 | 33.00 | 27.48 | |
| 11.07.08 | Экспортные цены | июн.08 | 0.4% | 0.3% | |
| 11.07.08 | Импортные цены | июн.08 | 2.0% | 2.3% | |
| 11.07.08 | Торговый баланс (сальдо, млрд. долл.) | май.08 | -62.30 | -60.90 | |
| 15.07.08 | Инфляция в промышленном секторе (PPI) | июн.08 | 1.3% | 1.4% | |
| 15.07.08 | Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI) | июн.08 | 0.3% | 0.2% | |
| 15.07.08 | Розничные продажи (Retail sales), m-t-m | июн.08 | 0.8% | 1.2% | |
| 15.07.08 | Retail sales, исключая автомобили, m-t-m | июн.08 | 0.4% | 1.0% | |

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.