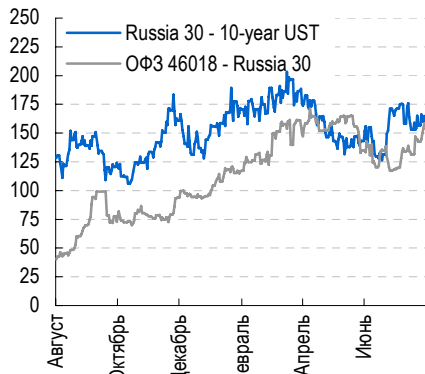
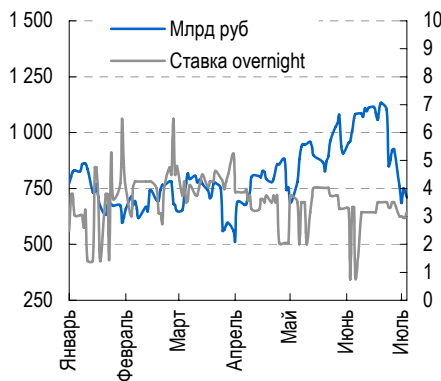


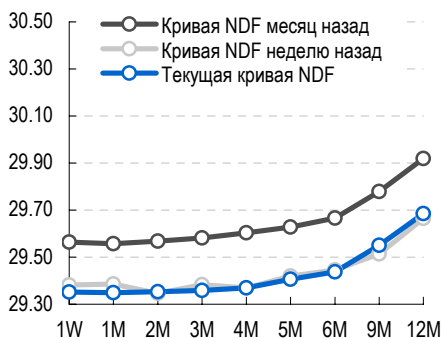
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

1 авг	Nonfarm Payrolls за июль
1 авг	Индекс ISM в промышленности
1 авг	Размещение руб. обл. Банк Москвы-1
4 авг	Индекс PCE Core за июнь
4 авг	Статистика по производственным заказам
5 авг	Размещение руб. обл. ИА Татарстана-1
5 авг	Индекс ISM в сфере услуг
5 авг	Заседание ФРС

Рынок еврооблигаций

- Крайне слабая статистика по ВВП привела к покупкам в UST. В российском сегменте – покупки в выпусках Евраз, размещения Транснефти, ХКФБ (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- АИЖК – в списке А1. Деньги Фонда ЖКХ потекли на рынок. Сегодня размещается Банк Москвы (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть Копейка (S&P CCC-) готова к прохождению оферты. Наши заметки со встречи с компанией (стр. 4).
- Сбербанк планирует разместить рублевые облигации на 60 млрд. рублей (Источник: Ведомости). Сегодня Наблюдательный совет Сбербанка рассмотрит вопрос об эмиссии 6 выпусков облигаций (каждый по 10 млрд. рублей) сроком на 5-10 лет. Ранее обширные планы по размещению новых выпусков облигаций озвучили РЖД, Газпром нефть, АИЖК, Роснефть. Однако, программа заимствований Сбербанка, в случае ее одобрения, станет одной из самых крупных. В целом же, госбанк еще раз напомнил, сколь велики аппетиты российских заемщиков, так что недостатка в новом предложении на долговом рынке в ближайшее время не предвидится. Также, на наш взгляд, весьма вероятно, что по облигациям Сбербанка будет предусмотрена годовая оферта, так как длинные займы обойдутся ему достаточно «дорого». Z-спрэд к кривой свопов недавно размещенного выпуска еврооблигаций SBER13 (YTM 6.70%) составляет сейчас порядка 250бп, что на 5-летнем горизонте эквивалентно рублевой доходности на уровне 11%.
- М.Видео (NR) опубликовала сильные результаты за 2007 г. по МСФО. Торговая сеть продемонстрировала заметный рост выручки (+44%, 52.3 млрд. руб.), а также улучшила показатели операционной рентабельности (EBITDA margin 4.8%). Благодаря успешно закрытой IPO-сделке в конце 2007 г. долговая нагрузка компании снизилась до комфортных значений - 1x в терминах Чистый Долг/EBITDA. Реакция в коротком малоликвидном выпуске М.Видео-1 (YTP 9.46%) маловероятна.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.95	-0.10	-0.05	-0.08
EMBI+ Spread, бп	283	+5	-12	+44
EMBI+ Russia Spread, бп	169	+4	-4	+22
Russia 30 Yield, %	5.64	-0.02	-0.02	+0.13
ОФЗ 46018 Yield, %	7.18	0	+0.34	+0.71
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	560	-40.1	-66.5	-328.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	149.1	+12.7	-232.0	+34.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	17.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5	-1.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.34	0	-0.21	-0.39
Нефть (брент), USD/барр.	124.0	-3.1	-16.7	+30.1
Индекс РТС	1967	+18	-276	-324

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Дмитрий Смелов, Денис Красильников, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com

ОЧЕРЕДНАЯ ПОРЦИЯ СЛАБОЙ СТАТИСТИКИ

Опубликованную вчера в США макроэкономическую статистику иначе как мрачной не назовешь. Речь, в первую очередь, о **данных по ВВП**: предварительные цифры за 2й квартал оказались хуже ожиданий (1.9% против прогноза в 2.3%), равно как и пересмотренные значения за 1й квартал и – самое неприятное – за 4й квартал прошлого года, в котором, по новым оценкам, экономика все же вошла в отрицательную зону, показав снижение на 0.2% (против прироста в 0.6%, о котором сообщалось ранее). На наш взгляд, и цифры за второй квартал не очень репрезентативны – немалая доля прироста ВВП была получена за счет возврата налогов (stimulus), «подстегнувшего» потребительскую активность. Не прибавили инвесторам оптимизма и еженедельные данные по безработице, оказавшиеся хуже ожиданий, и пессимистичные высказывания бывшего председателя ФРС Алана Гринспена о вероятности рецессии.

На столь слабой статистике рынки акций показали негативную динамику, а в **US Treasuries** начались покупки, приведшие к резкому падению доходностей. 10-летняя нота вечером торговалась с доходностью 3.95% (-10бп), 2-летняя – 2.51% (-12бп).

Сегодня в США публикуются **Payrolls** и промышленный индекс **ISM**.

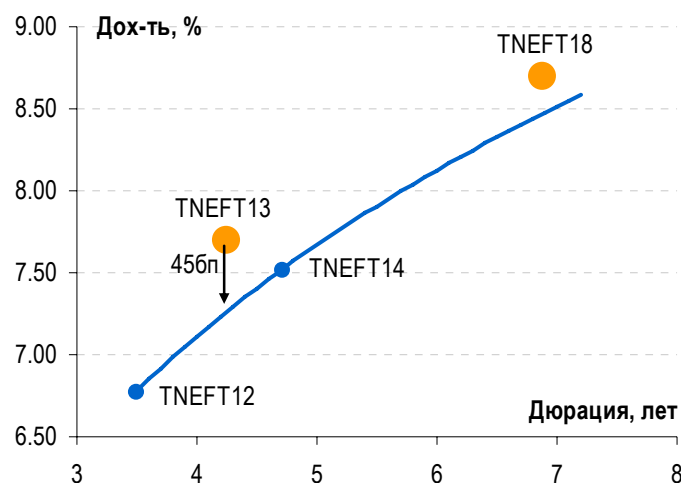
ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В сегменте развивающихся рынков наилучшую динамику продолжили показывать облигации Турции – спред **EMBI+ Turkey** сузился до 301бп (-5бп), тогда как сводный спред **EMBI+**, напротив, расширился до 283бп (+5бп) из-за ралли в UST.

Выпуск **RUSSIA30** (YTM 5.60%) несколько прибавил в цене, но спред к 10-летним UST тем не менее расширился до 165бп (+5бп). В сегменте корпоративных облигаций основная торговая активность пришлась на выпуски **Евраз** – видимо, участники рынка расценили заявление Президента РФ **Д.Медведева** как повод для того, чтобы «подобрать» выпуски, просевшие на недавних событиях. Котировки **EVRAZ18** (YTM 9.94%), равно как и других выпусков компании, прибавили около 3/8пп.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера в новостных лентах появились первые ориентиры по еврооблигациям **Транснефти** (A2/BBB+), а вскоре и сообщения об окончательном их размещении. Как и предполагалось, размещение прошло двумя траншами, сроками на 5 и 10 лет и объемами 1050 и 600 млн. долл. соответственно. Купон по 5-летнему траншу был установлен на уровне 7.70%, по 10-летнему – 8.70%. Таким образом, премия к кривой эмитента составит порядка 45бп по короткому выпуску и чуть меньше – по длинному. Короткий выпуск нравится нам больше, но мы не ожидаем высокой торговой активности в новых выпусках – скорее всего ими заинтересуются наиболее консервативные инвесторы.



ЖКФБ (Ва3/В+) вчера разместил трехлетний выпуск с put-опционом через два года обращения. Купон, как и ожидалось, составил 11.75%, объем – 450 млн. долл. К сожалению, мы пока не видели информации о том, какую долю от общего объема составили облигации, размещенные путем обмена «старого» выпуска HCFB10 на новый. Сейчас HCFB11_10 торгуется около 100 1/2пп от номинала, что соответствует доходности к put-опциону в 11.59%. На наш взгляд, это справедливый уровень – чуть более короткий HCFB11_09 торгуется в районе УТР 11.46%.

Мы также видели сообщения о новом выпуске **Пробизнесбанка** (В-), который предполагается разместить в этом месяце. Пока официальных ориентиров нет, но в новостных лентах упоминается объем в 100 млн. долл. и купон на уровне 12.5%.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ПОЧТИ ВСЕ ВЫПУСКИ АИЖК В А1

Вчера незадолго до окончания торгов стало известно, что облигации **АИЖК** серий 5,7,8,9,10,11 с сегодняшнего дня начинают торговаться в **Котировальном списке А1**. На этой новости активизировались покупатели, благодаря чему котировки выпусков **АИЖК-7** (УТМ 10.64%) и **АИЖК-10** (УТМ 10.80%) выросли, по итогам дня, на 15-20бп. Не исключено, что сегодня покупки в бумагах **АИЖК** продолжатся, однако вряд ли стоит рассчитывать на существенный рост их цен.

Кстати, в А1 также вчера были включены **Банк Ренессанс капитал-1** (УТР 11.21%) и **Томская область-5** (УТМ 7.97%).

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Традиционно для последнего дня месяца вчера на рынке имел место достаточно большой объем нерыночных сделок типа «sell/buy», что естественным образом затрудняет анализ ценовых движений. Вместе с тем, ничего кардинально нового вчера не произошло - котировки рублевых облигаций по-прежнему остаются под давлением. Одним из немногих исключений стал выпуск **Русснефть-1** (УТР 24.53%), цена которого вчера выросла примерно на 1-1.5пп после новостей о том, что ФНС начала отзывать свои иски о недействительности сделок с акциями компании (см. наш вчерашний комментарий).

Ситуация на денежном рынке стремительно выправляется – вчера суммарный объем операций **прямого репо с ЦБ** снизился до 23.2 млрд. рублей, ставки **overnight** опустились примерно до 5-5.5%. ЦБ, по оценкам наших дилеров, купил вчера очередные 800 млн. долл.

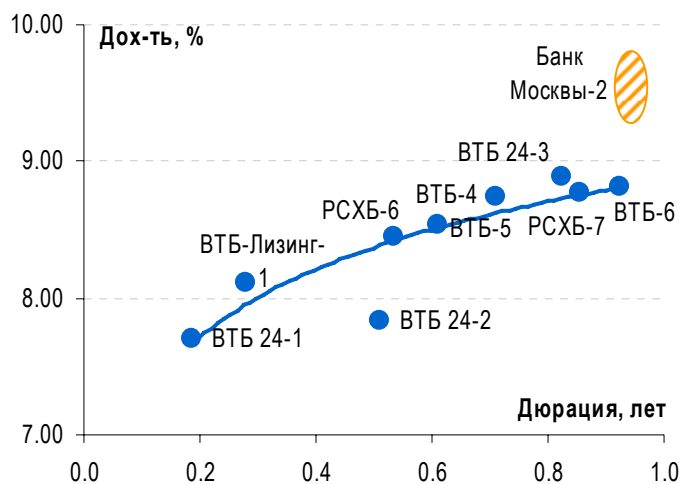
ВНОВЬ О ФОНДЕ ЖКХ

Вчера в новостной ленте **Reuters** появилось сообщение, что **Фонд ЖКХ** перечислил управляющим компаниям порядка 14 млрд. рублей, и они уже начали инвестировать их в рублевые облигации. В заметке Reuters говорится, что управляющие начали формирование портфелей с покупки достаточно коротких и доходных инструментов. Вероятно, именно с приходом денег госкорпорации связан тот факт, что в последнее время очень неплохо себя чувствуют такие выпуски, как **АФК Система-1** (УТМ 8.24%), **МТС-3** (УТР 8.88%), **ТМК-2** (УТМ 8.39%), **ТМК-3** (УТМ 8.94%), **ВБД-3** (УТР 8.18%), **ОГК-5-1** (УТР 8.56%) и т.д.

РАЗМЕЩАЕТСЯ БАНК МОСКВЫ

Сегодня состоится аукцион по 2-му выпуску облигаций **Банка Москвы** (А3/ВВВ, 10 млрд. рублей, годовая оферта). Ориентир по купону – 9-9.5% (УТР 9.20-9.73%). На рынке обращается 1-й заем Банка Москвы, но он – плохой ориентир в силу очень низкой ликвидности. Если же сравнивать с короткими облигациями

других госбанков и финансовых компаний (ВТБ, ВТБ 24, ВТБ-Лизинг, РСХБ), то ориентиры Банка Москвы выглядят весьма неплохо. Вместе с тем, мы бы рекомендовали инвесторам выставлять заявки на покупку ближе к верхней границе озвученного диапазона, так как (см. первую страницу), похоже, что недостатка в риске эмитентов **1-го эшелона** в ближайшее время не предвидится:



НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **НМЗ Кузьмина-1** (УТР 14.55%) была установлена новая годовая оферта с купоном 13% (ранее процентная ставка составляла 10.25%).

Копейка (S&P CCC-): итоги встречи с инвесторами

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

Розничная сеть Копейка совместно с Банком Уралсиб провела встречу с инвесторами. Ввиду приближающейся даты оферты по выпуску **Копейка-3** (20 августа, объем – 4 млрд. руб.), компания решила прервать информационное молчание, поделиться своими планами и рассказать о финансовых результатах. Ниже представлены наши заметки по итогам встречи:

- **Об облигациях.** Компания заявила, что готова к прохождению оферты. Как и при погашении первого облигационного займа (1.2 млрд. руб.), обязательства планируется выполнить за счет продажи части недвижимости по схеме «sale leaseback» с фондами ФК Уралсиб. В принципе, компания планирует вернуть бумаги 3-й серии «в рынок». Учитывая, что купон по облигациям уже зафиксирован до конца срока обращения на достаточно низком уровне, сделать это будет возможно только путем продажи ниже номинала. Выходить на рынок с новыми выпусками компания не планирует, поскольку может привлечь более дешевое залоговое банковское финансирование.
- **О раскрытии информации.** Компания в очередной раз пообещала существенно увеличить свою информационную прозрачность. В частности, на следующей неделе ожидается публикация аудированной отчетности по МСФО за 2007 г. Также Копейка планирует начать подготовку промежуточной отчетности и пригласить международного оценщика для проведения независимой оценки своего портфеля недвижимости.
- **Об отношениях с рейтинговыми агентствами.** В ближайшее время Копейка рассчитывает на пересмотр рейтинга от S&P. Однако все рейтинговые действия ожидаются лишь после

прохождения оферты и публикации международной отчетности. Мы считаем весьма вероятным upgrade Копейки от S&P в ближайшие месяц-два. Кстати, осенью компания планирует получить рейтинг от еще одного агентства.

- **Об операционных и финансовых результатах.** На 01.07.2008 г. продуктовая сеть Копейки объединяла 466 магазинов; до конца года их число планируется довести до 531. Стратегия компании пока не предусматривает дальнейшей широкой географической экспансии, а, напротив, предполагает укрепление позиций в регионах присутствия. В процессе развития планируется сохранить текущее соотношение собственных и арендованных торговых площадей. На сегодняшний день портфель недвижимости Копейки оценивается в 450 млн. долл., причем большая часть объектов (свыше 95%) свободна от залога. Выручка в 2007 г. составила 1.49 млрд. долл. (+52% к 2006 г.), в 2008 г. она ожидается на уровне 2.08 млрд. долл. При этом, рост сопоставимых продаж (like-for-like) в 2007 г. составил 20%, а средний чек увеличился на 16% (254 руб.). В настоящее время компания прежде всего сфокусирована на улучшении операционной рентабельности, которая пока находится на достаточно низком уровне. В этом направлении ей уже удалось добиться определенных успехов: по итогам 2007 г., EBITDA margin составила 4.1%, увеличившись почти в 2 раза по сравнению с 2006 г. Рост показателей рентабельности продолжился и в первом полугодии 2008 г. и, по словам представителей компании, связан с выходом на проектную мощность магазинов, открытых во втором полугодии 2007 г. Ожидается, что в дальнейшем сроки окупаемости проектов существенно сократятся (за счет укрепления лояльности покупателей к бренду), что, естественно, окажет позитивное влияние на показатели эффективности. Рост операционного денежного потока в первом полугодии 2008 г. в сочетании с консервативной финансовой политикой позволили снизить долговую нагрузку Копейки до более комфортных уровней – 3.4х в терминах Долг/EBITDA.
- **О планах по акционерному финансированию.** В 2009 г. Копейка планирует либо привлечь стратегического инвестора, либо провести IPO и тем самым привлечь в капитал до 4 млрд. руб. Очевидно, что такая сделка окажет весьма позитивное влияние кредитный профиль компании.

Подводя итог, мы, безусловно, считаем, что вчерашняя встреча добавит комфорта держателям облигаций. Среди ключевых факторов поддержки кредитного профиля Копейки по-прежнему остаются помощь со стороны сильного акционера и наличие крупного портфеля недвижимости. Таким образом, возможности компании по прохождению оферты не вызывают у нас сомнений. Мы полагаем, что с доходностью 15-16% и выше облигации Копейки выглядят весьма привлекательно.

Ключевые финансовые показатели ТС Копейка, управленческая отчетность

Млн. руб.	2006 г.	2007 г.	1П2008 г.	2008П г.
Выручка	25 301	34 703	22 780	48 926
EBITDA	612	1 423	1 371	2 733
Чистая прибыль	(382)	(324)	959	1 273
Финансовый долг	8 016	11 293	9 444	11 812
Собственный капитал	3 712	3 638	4 596	4 911
Активы	15 865	21 080	19 593	23 123
Ключевые показатели				
EBITDA margin (%)	2.4%	4.1%	6%	5.6%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	13.1	7.9	3.4	4.3
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	2.2	3.1	2.0	2.4

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
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

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Liis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2008, 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.

