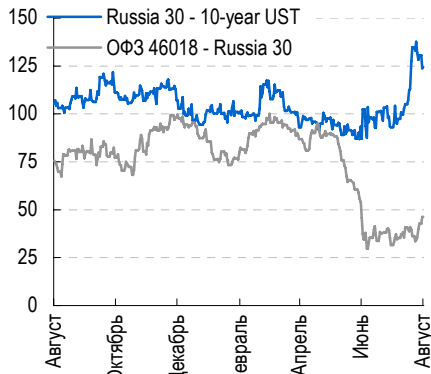
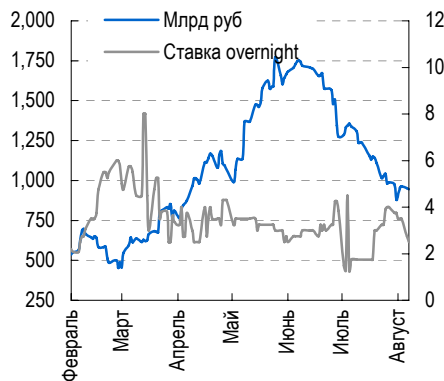


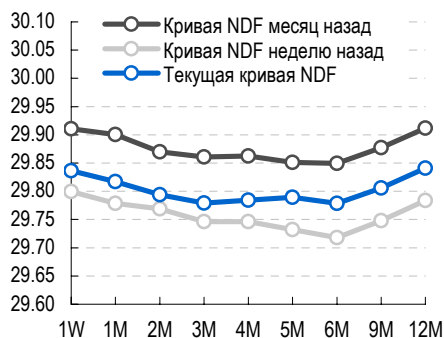
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

7 авг	Размещение руб.обл. МОРЕ-Плаза-1
7 авг	Размещение руб.обл. ДВТГ-1
7 авг	Заседание ФРС
7 авг	Индекс потребительского доверия в США
9 авг	Размещение руб.обл. Мираторг-1
10 авг	Размещение руб.обл. Евростиль-1
10 авг	Индекс цен на импорт в США
15 авг	Размещение руб.обл. Трансфин-М-2

### Рынок еврооблигаций

- Сегодня – очередное решение **FOMC**. Фьючерсы указывают на вероятное снижение **FED RATE** в октябре. Интересны **EUCHEM, RASPAD, RUBS**

### Рынок рублевых облигаций

- Обратить внимание на Газпром-6 и 7, ХКФ Банк-4 и Юниаструм Банк-1. (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Дальневосточная транспортная группа (NR):** комментарий к размещению (стр.3)
- Вкратце: ФАС сообщила, что по итогам проверки Банка Русский Стандарт (Ba2/BB-) не обнаружила нарушений им антимонопольного законодательства.** Эта очевидно позитивная новость должна оказать поддержку облигациям банка, которые чувствовали себя гораздо «хуже рынка» в течение последних 5-6 недель из-за сообщений о проверках. В то же время, вряд ли можно говорить о полном окончании истории с инициативами Генпрокуратуры в отношении Русского Стандарта, т.к., помимо ФАС, поручения о проверке банка были даны ЦБ и финансовой разведке. Более подробно об относительной динамике спрэдов Русского Стандарта см. рыночный комментарий на стр. 2.
- Вкратце: Росстат сообщил, что в июле инфляция в России составила 0.9%,** что на 0.2пп выше, чем в июле прошлого года. Накопленный рост цен за 7 месяцев 2007 г. составил 6.6% при целевом показателе за весь год на уровне не более 8.0%. «Провальные» данные по инфляции поддерживают ожидания укрепления номинального курса рубля и при прочих равных благоприятны для российского рынка рублевых облигаций.
- Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR) намерена предложить акции доэмиссии** (около 15% уставного капитала) крупным иностранным розничным сетям (Источник: Ведомости). О планах по доэмиссии было известно чуть ранее, но информация о приглашении стратегического инвестора появляется впервые. Безусловно, доэмиссия позволит компании укрепить перегруженный долгом баланс. Позитивный кредитный эффект от продажи акций «стратегу», наверное, был бы чуть более сильным по сравнению с размещением доэмиссии среди портфельных инвесторов. В любом случае, с точки зрения «relative value» доходность выпуска рублевых облигаций 36.6 и так сейчас выглядит достаточно агрессивно (9.75%), поэтому мы не ждем сужения спрэдов выпуск в случае успешного размещения доэмиссии. В сегменте розничных компаний больше всего нам сейчас нравится выпуск ДИКСИ-Финанс-1 (10.5%, 97.0 по цене).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.74	+0.05	-0.44	+0.04
EMBI+ Spread, бп	216	-3	+55	+47
EMBI+ Russia Spread, бп	124	-5	+32	+28
Russia 30 Yield, %	5.98	-0.01	-0.14	+0.33
ОФЗ 46018 Yield, %	6.44	+0.02	+0.01	-0.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	463.9	-11.1	-25.8	-202.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	482.2	+5.7	-367.3	+367.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	27	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.25	-0.21	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.84	+0.02	-0.01	+0.16
Нефть (брент), USD/барр.	71.2	-3.6	-4.4	+10.5
Индекс РТС	1945	-26	-30	+35

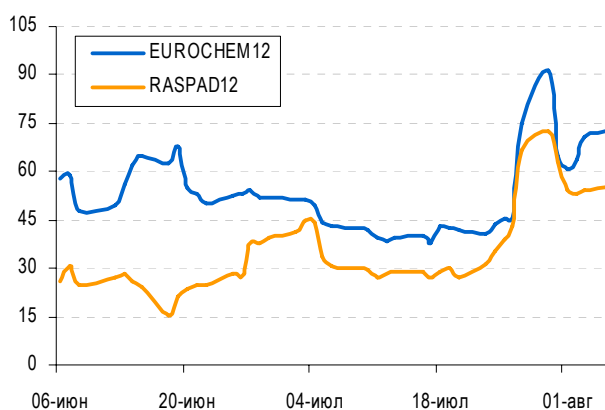
## Рынок еврооблигаций

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

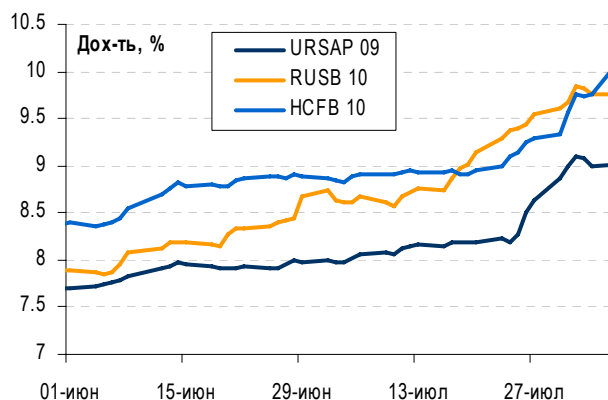
### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходность **10-летних UST** вчера выросла на 5бп до 4.74%. Основная причина – положительная динамика рынка акций в США (**Dow Jones** +2.13%). Активность торгов, впрочем, была невысокой. Сегодня вечером станет известно об очередном решении **ФРС США** по ставке **FED RATE**. Практически все участники рынка убеждены, что ставка и на этот раз останется неизменной (5.25%). Основная интрига состоит в том, упомянут ли чиновники ФРС в своем пресс-релизе проблемы, разрастающиеся в связи с «ипотечным кризисом» в США. Сейчас фьючерсы на **FED RATE** указывают, что вероятность снижения ставки до 5.00% на сентябрьском заседании составляет чуть менее 50%, а на октябрьском – уже более 80%.

Сегмент **Emerging Markets** начал постепенно сокращать спрэды к UST (**EMBI+** вчера сузился на 3бп до 216бп). Правда, ликвидность на рынке по-прежнему очень низка. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.98%) вчера продемонстрировал динамику «лучше рынка» – его котировки выросли на 1/8 до 110 5/8, а спрэд к UST10 сузился до 124бп. В корпоративном сегменте появляется осторожный интерес на покупку, но сделок все еще очень мало. Мы обращаем внимание на выпуски **EUROCHEM 12** (YTM 8.37%) и **RASPAD 12** (YTM 8.19%) – за последние две недели их спрэды к кривой Евразы несколько расширились, хотя кредитные у компаний сопоставимы (кроме того, Распадская переходит под контроль Евразы).



Кроме того, интересно смотрятся выпуски Банка Русский Стандарт, в отношении которого вчера появились хорошие новости (см. стр. 1). Спрэды облигаций банка за последние 2 месяца расширились на 175-200бп. Для сравнения спрэды выпусков **ХКФ Банка** (В+/Ва3) и **УРСА Банка** (Ва3/В) за этот же период расширились примерно на 120-140бп (см. диаграмму).



Сегодня нас, скорее всего, ожидает скучный день – в преддверии решения по **FED RATE** вряд ли кто-нибудь решится на активные действия.

## Рынок рублевых облигаций

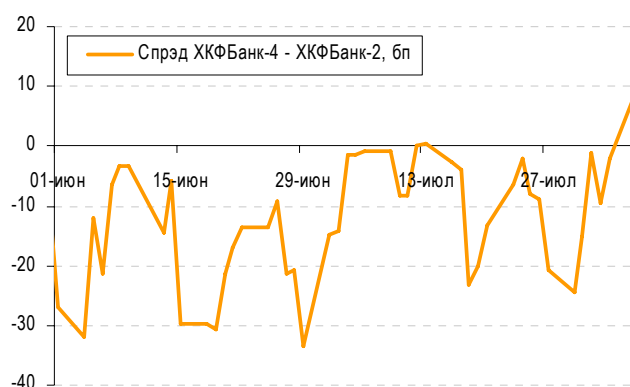
Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера непривычно высокая активность наблюдалась в сегменте ОФЗ. По итогам дня котировки длинных выпусков снизились примерно на 5-10бп. Около половины торгового оборота пришлось на выпуск **ОФЗ 46018** (-5бп; УТМ 6.42%). Минфин объявил, что завтра проведет доразмещение **ОФЗ 25061** (УТМ 5.91%) в объеме 3.55 млрд. рублей. Речь идет об «остатках» от аукциона недельной давности.

В корпоративном секторе, напротив, ничего интересного вчера не происходило. Большинство сделок проходило вблизи ценовых уровней, сложившихся в пятницу. Правда, к концу дня вслед за госбумагами немного снизились котировки некоторых выпусков первого эшелона – **АИЖК-9** (-15бп; УТМ 7.23%), **Газпром-8** (-14бп; УТМ 6.51%), **ЛУКОЙЛ-3** (-13бп; УТМ 6.73%).

Мы бы хотели обратить внимание на облигации **Газпром-6** (УТМ 6.25%) и **Газпром-7** (УТМ 6.30%), которые выглядят привлекательно на фоне более длинного и менее доходного выпуска **Газпром-4** (УТМ 6.24%). Кроме того, нам нравится выпуск **ХКФ Банк-4** (-12бп; УТМ 9.48%), спрэд которого к более длинному **ХКФ Банк-2** стал положительным (см. диаграмму).



Из других идей «relative value» имеет смысл взглянуть на облигации **Юниаструм банка**. На наш взгляд, **1-й выпуск** (УТМ 10.61%) банка выглядит дешево на фоне чуть более короткого **2-го выпуска** (УТМ 10.40%). Напомним, что дополнительным преимуществом 1-го выпуска Юниаструм Банка является наличие пут-опциона в феврале 2008 года (УТМ 9.45%).

## Дальневосточная транспортная группа: комментарий к размещению

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа Дальневосточной транспортной группы (ДВТГ) объемом 1 млрд. рублей с полуторагодовой офертой и погашением через 3 года. Эмитентом выступает SPV - ООО «ДВТГ-Финанс» при поручительстве трех операционных компаний группы.

ДВТГ входит в десятку крупнейших частных грузовых транспортных компаний России. В управлении ДВТГ находится более 10 тыс. единиц подвижного состава, из них около 40% – в собственности компании. Группа объединяет предприятия, осуществляющие перевозки наливных, контейнерных, навалочных грузов на внутреннем и международном рынках собственным и арендуемым подвижным составом. Контроль над ДВТГ сосредоточен в руках менеджмента компании.

Среди основных слабостей кредитного профиля ДВТГ мы обращаем внимание на достаточно запутанную юридическую структуру группы, недостаточную финансовую прозрачность (отсутствие аудированной

консолидированной отчетности, слабую отчетность поручителей по РСБУ), высокий уровень долговой нагрузки на капитал и денежный поток (см. табл.) и интенсивную конкуренцию в отрасли. Насколько мы понимаем, компания реализует достаточно агрессивную инвестиционную политику (в т.ч. наращивает подвижной состав, находится в процессе приобретения ОАО «Находкинский морской рыбный порт», сумма сделки неизвестна), что не позволяет надеяться на снижение долговой нагрузки в среднесрочной перспективе.

Среди факторов, обеспечивающих какой-то «кредитный комфорт», можно назвать хорошие перспективы роста ж/д и контейнерных перевозок в России, а также относительно высокую ликвидность и инвестиционную привлекательность операционных активов компании (вагоны, терминалы, порт). Правда, по всей видимости, значительная часть операционных активов ДВТГ находится в залоге по кредитам.

Прямых аналогов компании на рынке облигаций мы не видим. Другая крупная частная транспортная компания – СЕВЕРСТАЛЬТРАНС – разместившая недавно выпуск долларовых **CLN TSPINV 10** (около 9%), вряд ли является удачным сравнением. СЕВЕРСТАЛЬТРАНС представляет собой на порядок более мощную, диверсифицированную и финансово устойчивую группу (см. наш комментарий по СЕВЕРСТАЛЬТРАНС от 7 июня).

Справедливая доходность по облигациям ДВТГ, на наш взгляд, составляет не менее 12-13%.

Ключевые финансовые показатели ДВТГ за 2006 г. (консолидированная управленческая отчетность)	
млн. руб.	ДВТГ-2006
Выручка	13 560
Валовая прибыль	1 807
ЕБИТДА	1 482
Долг	8 332
<b>Ключевые показатели</b>	
ЕБИТДА margin (%)	11%
Долг/ ЕБИТДА (x)	5.6
Долг/Собственный капитал (x)	2.8%

Источник: данные компаний, 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	Мария Радченко	Maria.Radchenko@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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.