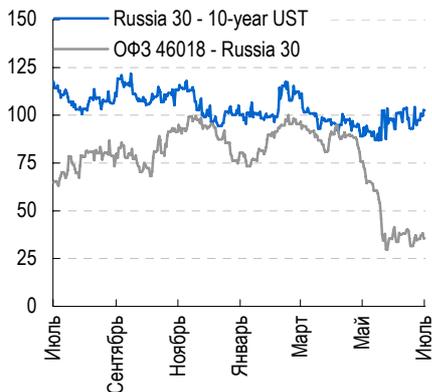
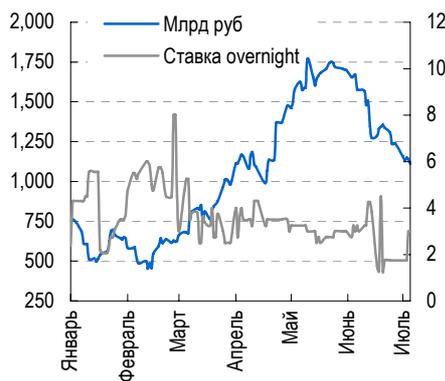


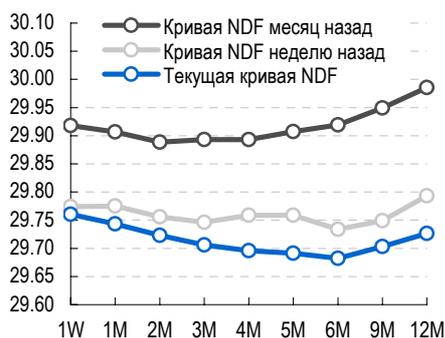
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 июля	Уплата НДС
20 июля	Размещение руб.обл. Стройтрансгаз-2
24 июля	Размещение руб.обл. ЛР-Инвест-1
24 июля	Размещение руб.обл. АК Сибирь-1
25 июля	Размещение руб.обл. Кубаньэнерго-1
25 июля	Размещение руб.обл. Северсталь-Авто-2
25 июля	Размещение руб.обл. РОСКАТ-1
26 июля	Размещение руб.обл. Синергия-2

Рынок еврооблигаций

- Выпуск **Интерпейп** оправдал наши ожидания. Закрывается сделка «**МОЭСК-секьюритизация**». Мы считаем, что в ней имеет смысл поучаствовать. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Обратить внимание: **Ленэнерго, Локо-банк, АК БАРС и Моторостроитель**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Вкратце: Глава ЦБ С. Игнатьев сообщил, что инфляция за 1-16 июля составила 0.6%** (с начала года – 6.2%) против 0.4% за аналогичный период 2006 г. Эти цифры сводят к минимуму шансы властей удержать годовую инфляцию в рамках целевых 8.0% не допустив номинального укрепления рубля. Короткие ставки NDF вчера чуть снизились, отразив усиление ожиданий укрепления рубля. При прочих равных, это хорошая новость для рублевых облигаций.

- Вкратце: НКХ (В1/NR/В+) отчитался по МСФО за 2006 г.** В принципе, хорошее представление о финансовом положении компании дает и отчетность по РСБУ, данные которой за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г. мы комментировали 6 июня. В целом, прошлый год был для компании неплохим – показатели рентабельности (EBITDA margin 10.7%) и долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA 2.4x) выглядят почти так же, как в 2005 г. Напомним, что в 1-м квартале 2007 г. результаты НКХ выглядели еще сильнее за счет запуска производства полипропилена, общего улучшения конъюнктуры цен на продукцию и досрочного погашения нескольких кредитов. По-прежнему одним из главных факторов кредитного профиля НКХ является неопределенность в отношении допэмиссии акций на USD1 млрд., одобренной акционерами, но отклоненной регулятором, а также амбициозных инвестиционных планов (USD5 млрд). Насколько мы понимаем, от идеи допэмиссии акционеры еще не отказались, а реализация крупной инвестпрограммы если и начнется, то не ранее, чем в 2008 г. Потенциала сужения спредов в выпусках рублевых и еврооблигаций НКХ мы пока не видим.

- Вкратце: Fitch повысило рейтинг Системы на 1 ступень до ВВ-/Стабильный.** О том, что Система заслуживает повышения кредитных рейтингов, мы писали в комментарии от 11 июля.

- Вкратце: Холдинг Акрон/Дорогобуж (NR) вступает в судебный конфликт с ключевым поставщиком – ОАО «Апатит»** – по поводу ценовых условий долгосрочных контрактов (Источник: Коммерсантъ). Мы считаем, что конфликт с высокой вероятностью будет благополучно разрешен, но, тем не менее, рекомендуем держателям облигаций Дорогобуж-1 (8.37%) следить за развитием ситуации.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.02	-0.01	-0.06	+0.32
EMBI+ Spread, бп	173	-3	+20	+4
EMBI+ Russia Spread, бп	101	-2	+4	+5
Russia 30 Yield, %	6.05	+0.02	-0.01	+0.40
ОФЗ 46018 Yield, %	6.40	-0.01	-0.06	-0.12
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	452.5	-11.4	-23.7	-213.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	656.7	-21.3	-538.3	+542.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	38.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.44	+0.15	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.77	-0.04	-0.16	+0.09
Нефть (брент), USD/барр.	77.7	+0.9	+7.3	+17.0
Индекс РТС	2071	+34	+156	+161

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

По итогам дня, котировки **10-летних нот** практически не изменились – 5.02% (-16п). Опубликованная вчера экономическая статистика по США оказалась неоднозначной: данные по рынку труда вышли смешанными, а индекс опережающих показателей – чуть хуже ожиданий. Наибольшее внимание участники рынка уделяют выступлению **Б.Бернанке** - вчера он предположил, что потери, связанные с subprime mortgages, могут достичь USD100 млрд., а снижение цен на недвижимость приведет к сокращению потребительской активности. Однако глава ФРС сделал оговорку, что несмотря ни на что, риск ускорения инфляции остается довольно значимым.

Облигации **Emerging Markets** растут в цене – спрэд EMBI+ сузился до 1736п (-36п). Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.04%) торговался примерно на 1/8 ниже, чем вчера, спрэд к UST10 все еще широк – более 100бп.

В корпоративном сегменте отметим выпуск трубной компании Интерпайп – **INPIP 10** (YTM 8.46%) – фактически, в первый день торгов его котировки достигли 100 3/4, оправдав наши ожидания. Такой рост на достаточно «тяжелом» рынке лишь подчеркивает, что выпуск исключительно привлекателен. На наш взгляд, его спрэды в краткосрочной перспективе могут сузиться еще на 15-20бп.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Альфа-Банк Украина (Ba3/BB-) провел вчера доразмещение выпуска **ALFAUK10** на общую сумму USD50 млн. Цена составила 100.35п.п., что чуть «ниже рынка» – до новости о доразмещении выпуск торговался около 100 1/2.

Завершается размещение рублевой секьюритизации лизинговых контрактов с **МОЭСК** (NR), владельцем которых является лизинговая компания Бизнес Альянс (NR). Напомним, что объем выпуска составит 8.8 млрд. рублей, доходность – 9.0% при предполагаемой дюрации около 2 лет. **На наш взгляд, имеет смысл поучаствовать в сделке** – премия к существующему рублевому выпуску МОЭСК составит 140бп, а спрэд близкого по структуре выпуска **RAIL 12** (YTM 7.43%) к кривой РЖД (A3/BBB+) составляет 115-120бп.

Мы уже комментировали сделку **«МОЭСК-секьюритизация»**, но позволим себе еще несколько уточнений. На первый взгляд, сделка RAIL имеет несколько преимуществ – выпуск получил рейтинги (Baa2/BBB+ по основному траншу, у секьюритизации МОЭСК рейтинга пока не будет), а его структура предусматривала “true sale”, т.е. передачу контрактов и имущества в SPV. Изучив структуру сделки «МОЭСК-секьюритизация» (основана на договоре Security assignment, т.е. обеспечения в форме уступки прав требования по лизинговому контракту и залоге соответствующего имущества, при этом контракт и имущество не передаются в SPV), мы пришли к выводу, что она достаточно «надежна», т.е. в значительной степени отделяет риск по облигациям от кредитного риска лизинговой компании (в данном случае – Бизнес Альянс). В принципе, можно придумать сценарии, в которых у держателей выпуска могут возникнуть проблемы. Однако вероятность таких «проблемных сценариев» крайне низка из-за сильной политической поддержки сделки. Напомним, что ее организатором выступает госбанк (Банк Москвы). Помимо этого, МОЭСК, Правительство Москвы и PAO ЕЭС подписали «комфортные письма», в которых подтверждают, что осведомлены о сделке и не имеют ничего против нее. Мы считаем, что в России, где законодательная и судебная системы характеризуются определенной «непрозрачностью» и «излишней гибкостью», политическая поддержка в подобных сделках важнее, чем формальная юридическая безупречность.

На наш взгляд, преимуществами транзакции «МОЭСК-секьюритизация» по сравнению с RAIL являются более высокая надежность лизинговой компании-ориджинатора (Бизнес-Альянс – 2-я по величине среди лизинговых компаний в России), и, как следствие, – более низкий риск ее дефолта, а также, похоже, – более низкие риски, связанные с НДС. Наконец, мы слышали, что в течение нескольких месяцев МОЭСК с высокой вероятностью получит кредитные рейтинги в рамках выхода на международные рынки капитала. Подобное событие также оказало бы поддержку выпуску «МОЭСК-секьюритизация».

Рынок рублевых облигаций

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

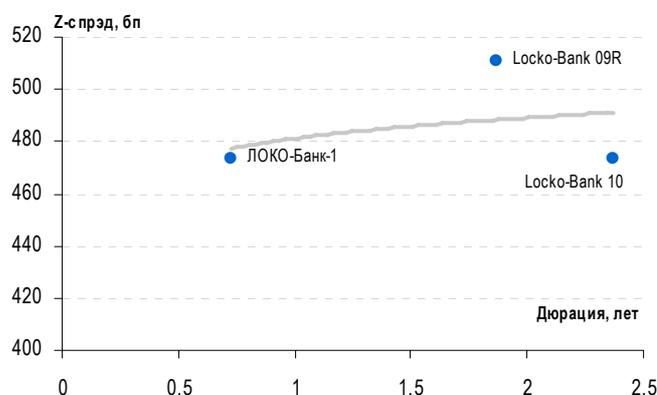
ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Сегмент ОФЗ чувствует себя достаточно неплохо после удачного размещения **ОФЗ 26199** (+56п; УТМ 6.14%) – котировки длинных выпусков вчера подросли примерно на 10-15бп. В корпоративном секторе темой «номер один» остается энергетика – вышедший на вторичные торги **Пермэнерго-1** (УТР 8.13%) вырос в цене на 44бп, остальные облигации из этого сектора подросли примерно на 10-15бп. По нашим ощущениям, в ближайшие дни инвесторы могут переключить свое внимание на длинный конец кривой электроэнергетических облигаций, где выпуски **Ленэнерго-2** и **Ленэнерго-3** несколько «отставали» от **Мосэнерго** и **МОЭСК** в ходе ралли последних недель.

Вчерашнее успешное размещение облигаций **ЛСР-Инвест-2** (УТР 8.52%) способствовало росту котировок короткого **1-го выпуска** (УТМ 8.18%) на 25бп. Насколько мы понимаем, переоценке инвесторами кредитного профиля ЛСР способствовало получение компанией рейтинга на уровне В1, т.е. на 1 ступень выше рейтингов Миракса (В2/NR/В) и ЛенСпецСМУ (NR/В/NR).

Вчера по выпуску **АК БАРС-2** (УТР 8.26%) купонная ставка до погашения была установлена на уровне 8.00%. Таким образом, по номиналу доходность к погашению через 1.5 года составит около 8.16% (свопы+284бп). На наш взгляд, это может быть интересно – спрэд к свопам чуть более короткого **АКБАРС 08** (УТМ 7.68%) составляет около 225бп.

Рекомендуем также обратить внимание на размещенные недавно 2-летние евробонды **ЛОКО 09RU** (УТМ 10.50%) – их спрэд к свопам заметно шире, чем у локального выпуска и облигаций, номинированных в долларах:



НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Купон по выпуску **Моторостроитель-1** по итогам вчерашнего аукциона сложился на уровне 10.00% (УТР 10.25%). Несмотря на то, что это заметно ниже ориентиров организатора (11.80%), на наш взгляд, в сегменте «оборонного машиностроения» это одно из лучших предложений (см. вчерашний комментарий).

В ходе аукциона по выпуску **Банк Россия-1** (УТР 9.09%) купон был установлен в размере 9.00%, на форвардном рынке мы видели сделки по 100.10п.п. Мы нейтрально относимся к этому выпуску.



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.