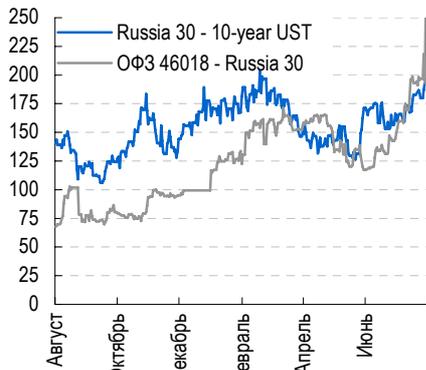
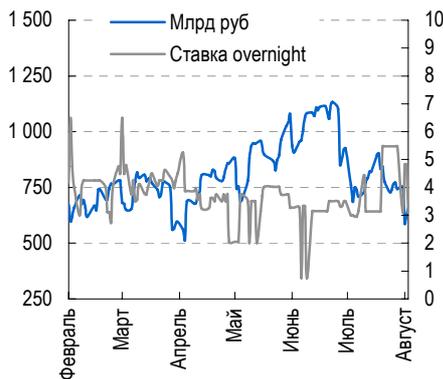


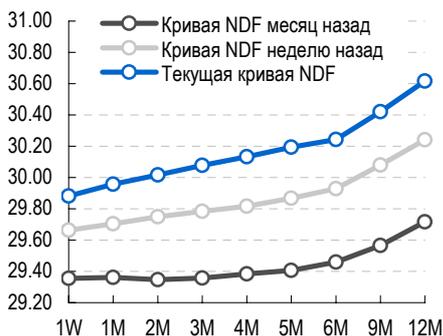
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

28 авг	Аукцион по 5-летним UST
28 авг	Предварительный ВВП США за 2 кв. 2008г.
28 авг	Размещение руб.обл. АМЕТ-Финанс-1
28 авг	Уплата налога на прибыль
29 авг	Индекс потребительских настроений
1 сен	Выходной в США: День труда
2 сен	Размещение руб.обл. ТГК-2-1
2 сен	Индекс ISM (производство)

### Рынок еврооблигаций

- «Качели» в **US Treasuries**. Спрэд **RUSSIA 30** близок к 200бп, а в корпоративных бумагах появляется осторожный спрос (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Большие объемы торгов в **46020**. Напряженная ситуация на валютном и денежном рынке. **Русский Стандарт** предложил 13% (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- ЧТПЗ (В1) резко увеличивает долговую нагрузку** – комментарий к размещению (стр. 3).
- АвтоВАЗ (NR) принял решение о покупке ИжАвто (NR)**. Сделку планируется завершить в октябре 2008 г. Об этом сообщил глава АвтоВАЗа Б.Алешин. (Источник: Reuters). На наш взгляд, после такого заявления поглощение ИжАвто перешло из категории «вполне возможного» в категорию «очень вероятного» события. Очевидно, что заявление г-на Алешина существенно снижает кредитный риск по обязательствам ИжАвто. АвтоВАЗ – заметно более крупная компания с крепким балансом и хорошим доступом к финансированию в госбанках. Котировки облигаций ИжАвто (13.8%), по нашему мнению, уже учитывают значительную вероятность продажи компании АвтоВАЗу. Иначе говоря, заметного роста котировок коротких бумаг ждать не стоит. В то же время, держатели выпуска ИжАвто теперь будут чувствовать себя гораздо более комфортно.
- Крупнейший в Корее банк Коокмин (Aa3/A/A+) завершил покупку 23% акций казахстанского ЦентрКредит Банка (Ba1/NR/BB-)** за 500 млн. долл. В дальнейшем Коокмин планирует увеличить свою долю в БЦК до контрольной (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, эта сделка – еще один повод обратить внимание на откровенно перепроданный сегмент еврооблигаций казахстанских банков.
- Вкратце: Moody's заявило, что конфликт России и Грузии не повлияет на суверенный рейтинг нашей страны** (Источник: Reuters). Ранее аналогичную точку зрения высказали аналитики S&P и Fitch.
- Вкратце: Сибирский ритейлер АЛПИ (NR) намерен исполнить обязательства по пут-опциону в течение месяца**. Компания объясняет дефолт отсутствием адекватной информации об объеме выпуска, предъявленного к оферте (Источник: Интерфакс).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.77	-0.01	-0.23	-0.26
EMBI+ Spread, бп	310	+1	+34	+71
EMBI+ Russia Spread, бп	204	+4	+44	+57
Russia 30 Yield, %	5.72	+0.01	+0.05	+0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	8.25	+0.61	+1.14	+1.78
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	578.4	+33.2	+91.2	-310.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	81.1	+3.9	-116.7	-33.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-28.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.2	+0.10	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.80	+0.04	+0.45	+0.07
Нефть (брент), USD/барр.	116.2	+1.6	-9.6	+22.3
Индекс РТС	1589	+10	-340	-702

## Рынок еврооблигаций

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

### US TREASURIES: ШАГ ВПРЕДЕД, ДВА НАЗАД

Вчерашний день на рынке **US Treasuries** выдался достаточно волатильным. В первой половине дня цены казначейских бумаг снижались, чему способствовали положительная динамика рынка акций и неплохая статистика по заказам на товары длительного пользования (**Durable Goods Orders** +1.3%). Кроме того, возможно, инвесторы «разгружались» перед аукционом по **2-летним нотам** на 32 млрд. долл.

«Разворот» произошел как раз после завершения этого аукциона, который показал достаточно высокий интерес иностранных инвесторов к **US Treasuries**. В результате по итогам дня доходность **10-летних нот** почти не изменилась – 3.77% (-16п), а доходность **2-летних UST** снизилась примерно на 56п (2.28%).

### ЕМ И РОССИЙСКИЙ СЕГМЕНТ

В **ЕМ** активность по-прежнему низка, что отчасти связано со все еще продолжающимся периодом летних отпусков. Для российских еврооблигаций ключевой остается тема возросшего политического риска. Цена **RUSSIA 30** (УТМ 5.72%) вчера снизилась примерно на 1/8 до 111 5/8, а спред к **UST** расширился до 1986п. Вместе с тем, мы отметили появление спроса в корпоративных выпусках. Например, заметно окрепли «биды» в длинных выпусках **Газпрома** и **Транснефти**. Покупки мы видели в облигациях **RASPAD 12** (УТМ 9.12%, +5/16). Крупная продажа в **HCFB 11-2** (УТР 11.66%, +1/8) была достаточно успешно абсорбирована рынком.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### БОЛЬШИЕ ОБЪЕМЫ В 46020

В очередной раз мы вынуждены констатировать, что котировки рублевых облигаций снижаются. Вчера обратил на себя внимание выпуск **ОФЗ 46020** (УТМ 8.78%), объем торгов которым превысил 1 млрд. рублей! Уже где-то полгода средневзвешенный оборот в сегменте рублевых госбумаг не превышает 100-200 млн. рублей. Впрочем, вчера в этой битве вновь взяли верх продавцы, поэтому цена **46020** просела примерно на 1-1.5пп. Одна из вероятных гипотез относительно природы столь крупных продаж – подготовка к очередному доразмещению в **46020**, которое состоится 10 сентября. Возможно, инвесторы подозревают, что **Минфин** и на этот раз проявит щедрость.

Репрайсинг не обходит стороной и остальные госбумаги, где котировки также снижаются, правда – на существенно меньших объемах. В сегменте длинного **1-го эшелона** бумаги вчера тоже подешевели – примерно на 20-306п.

### НАПРЯЖЕННОСТЬ НА ДЕНЕЖНОМ И ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ СОХРАНЯЕТСЯ

Ситуация с рублевой ликвидностью остается довольно непростой. Ставки **overnight** третий день подряд располагаются выше 7.0%. Неудивительно, что одновременно растет объем операций **прямого репо с ЦБ** – вчера банки заняли порядка 50 млрд. рублей, т.е. почти в 2 раза больше, чем во вторник. На фоне вероятно продолжающегося закрытия инвесторами рублевых позиций стоимость бивалютной корзины вчера доходила почти до 29.90 рублей. ЦБ пока продолжает покупать валюту, правда уже в совсем скромных объемах. Вчера, по оценкам наших дилеров, интервенции регулятора составили не более 200 млн. долл.

Напомним, сегодня у компаний последний день для перечисления **налога на прибыль**, поэтому, вероятно, дефицит рублевой ликвидности обозначится еще более остро.

#### **НОВЫЕ КУПОНЫ: РУССКИЙ СТАНДАРТ ПО 13%**

В облигациях **Русский Стандарт-5** (УТР 8.99%) инвесторам вчера была предложена годовая оферта с купоном 13%. На наш взгляд, это достаточно неплохое предложение, учитывая, что более короткие выпуски банка торгуются с доходностью около 12%.

По выпуску **ТАИФ-1** (УТР 11.21%) процентная ставка до погашения через 2 года была сохранена на уровне 8.20%. Иначе говоря, эмитент фактически забирает бумагу с рынка.

#### **ПОПОЛНЕНИЯ НА ГОССЕКЦИИ**

Вчера стало известно, что с 1-го сентября выпуски **Банк Ренессанс Капитал-2** (УТР 13.75%), **ХКФБанк-5** (УТР 11.85%), **Москва-50** (УТМ 8.50%) и **Томская область-4** (УТМ 9.96%) начнут торговаться на госсекции ММВБ. Напомним, ранее они были включены в **Ломбардный список**, поэтому, вероятно, скоро эти бумаги станут доступны для проведения операций прямого репо с ЦБ.

## **ЧТПЗ (В1) резко наращивает долг – комментарий к размещению**

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

На следующей неделе закрывается книга заявок на 8-миллиардный рублевый выпуск ЧТПЗ. Ориентир по доходности к годовой оферте – 11.0-11.5%.

Эмитент достаточно неплохо известен рынку в связи со своим первым выпуском, размещенным еще в 2005 г. Группа ЧТПЗ – это одна из трех крупнейших в стране трубных компаний, на которую приходится практически пятая часть от совокупного объема производства труб в России.

Мы не видим большого смысла подробно рассказывать обо всех деталях кредитного профиля группы, в целом это достаточно крепкая корпорация.

Мы хотели бы поговорить о том, что ЧТПЗ размещает займ в период резкого роста своей долговой нагрузки. Компания находится на пике инвестиционного цикла, реализуя очень крупную программу развития и модернизации стоимостью в 1 млрд. евро (на 2007-2009 гг.). Одновременно, с точки зрения рыночной конъюнктуры, российская трубная отрасль сейчас переживает не самые лучшие времена, во всяком случае по сравнению с удачным периодом 2005-2007 гг. Во-первых, резко выросли цены на сталь; во-вторых, в СНГ вводится достаточно много новых мощностей, что увеличивает конкуренцию; в-третьих – отложены крупные проекты по строительству трубопроводов (ВСТО).

Поэтому увеличение инвестиций группы ЧТПЗ сочетается со снижением операционного денежного потока (в 1-м полугодии сократились даже объемы отгрузки и выручка). В результате существенно ухудшаются показатели покрытия долга. По нашим оценкам, по итогам января-июня 2008 г., соотношение «Долг/ЕБИТДА» у группы превысило 4х, в то время как еще в 2006 г. оно составляло около 1х.

Рейтинговое агентство Moody's в мае 2008 г. присвоило ЧТПЗ рейтинг на уровне В1. Этот уровень рейтинга в принципе позволяет надеяться на попадание облигаций компании в Список репо ЦБ. Насколько мы поняли из комментариев Moody's, его аналитики уже учли в рейтингах рост долговой нагрузки. Правда, Moody's пишет о программе в 1.2 млрд. долл., а не 1 млрд. евро (т.е. около 1.5 млрд. долл.). Мы также не уверены, в какой степени рейтинговое агентство учло ухудшение конъюнктуры отрасли и сокращение операционного денежного потока ЧТПЗ. Мы не ожидаем снижения рейтинга компании, но при этом не исключаем полностью негативных рейтинговых действий со стороны Moody's. Их, например, может спровоцировать нарушение каких-либо ковенантов в кредитных соглашениях ЧТПЗ.

Подводя итог, мы считаем, что ЧТПЗ является достаточно крепким заемщиком, но переживает напряженный период с точки зрения долговой нагрузки. Мы полагаем, что через год компания сможет рефинансировать облигационный заем – у ЧТПЗ достаточно хорошие отношения с банками, в т.ч. крупнейшими иностранными финансовыми институтами. Что же касается справедливой доходности по облигациям компании, то, на наш взгляд, учитывая все вышесказанное, а также постоянно ухудшающуюся конъюнктуру рынка облигаций, инвесторам разумно было бы потребовать доходность на уровне 11.5% или даже 12.0%.

**Ключевые финансовые показатели группы ЧТПЗ**

млн. руб.	2006 г. МСФО	2007 г. МСФО	1П2008 г. РСБУ*
Выручка	60 811	80 664	30 863
Валовая прибыль	14 651	18 004	7 451
ЕВИТДА	9 713	11 878	3 998
Чистая прибыль	5 382	6 552	2 001
Долг	10 914	23 813	36 941
Собственный капитал	14 454	20 447	26 149
Активы	33 983	50 136	60 826
<b>Ключевые показатели</b>			
Валовая рентабельность (%)	24.1%	22.3%	24.1%
ЕВИТДА margin (%)	16%	14.7%	12.9%
Долг/ЕВИТДА (x)	1.12	2.0	4.6
Долг/Собственный капитал (x)	0.75	1.16	1.41

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

\* данные консолидированного баланса по РСБУ, получены путем суммирования показателей ЧТПЗ и ПНТЗ



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
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	

#### 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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

#### Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@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.