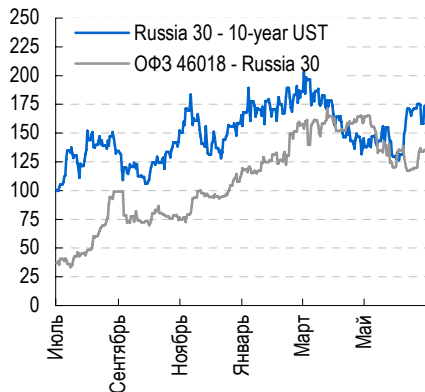
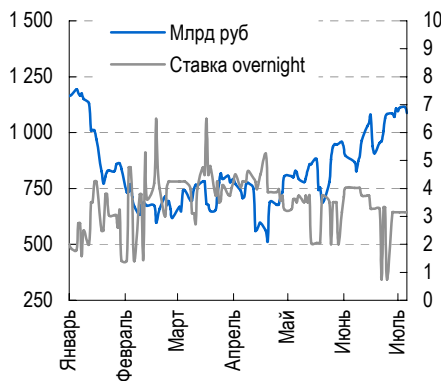


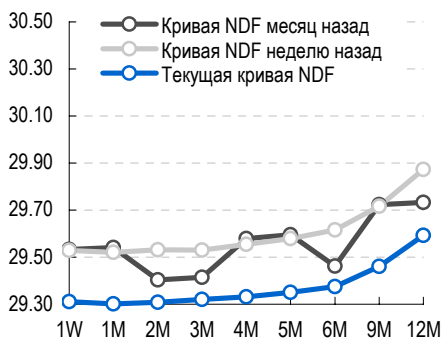
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 июл	Размещение руб. обл. ВТБ-Лизинг-2
15 июл	Размещение руб. обл. Удмуртия-25003
15 июл	Индекс Empire Manufacturing
15 июл	Индекс цен производителей в США
16 июл	Размещение руб. обл. М-ИНДУСТРИЯ-2
16 июл	Индекс потребительских цен в США
17 июл	Размещение руб. обл. КОМОС ГРУПП-1
21 июл	Уплата НДС за 2 квартал 2008г.

Рынок еврооблигаций

- Волатильность в **UST** увеличивается. Господдержка агентств – тоже плохая новость.
- **Emerging Markets** расширяют спрэды из-за «бегства от рисков». В российских «корпоративках» сохраняется выборочный спрос (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Новое предложение: **ВТБ-Лизинг-2** и купоны по **ПМЗ-1**
- На вторичном рынке прежняя картина, разве что неожиданно оживился сегмент госбумаг. **ЦБ** успешен в своей курсовой политике (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **НКНХ (B1/NR/B+)** подготовил отчетность за 2007 г. по **МСФО**. Новые данные незначительно отличаются от опубликованных ранее цифр по РСБУ. Мы ожидаем, что в 2008 г. компания сохранит умеренный уровень долговой нагрузки (стр. 4).
- **ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (NR)** отчиталась за 2007 г. по **МСФО**. Компания пока не начала массовое производство самолета SSJ, поэтому по-прежнему генерирует слабый денежный поток, основу которого составляет государственное финансирование. Определяющими аспектами кредитного профиля ГСС остается стратегическая важность компании и господдержка. Долговой портфель ГСС состоит в основном из длинных кредитов российских госбанков. В ближайшее время будет завершено размещение доэмиссии акций ГСС в пользу партнера компании – итальянской Alenia Aeronautica. Мы полагаем, что возможные задержки в исполнении контрактов на поставку SSJ не окажут драматического влияния на кредитный профиль ГСС. На наш взгляд, рублевые облигации ГСС сейчас выглядят дорого с точки зрения «relative value».
- **Розничная сеть ДИКСИ (NR)** планирует разместить доэмиссию и привлечь в капитал **300-400 млн. долл.** (Источник: Reuters). Безусловно, такая сделка существенно укрепила бы баланс компании. В принципе, финансовый профиль ДИКСИ и без того выглядит вполне прилично. Компания удерживает соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» в пределах 3x (по итогам 1-го квартала – 2.3x). На наш взгляд, облигации ДИКСИ сейчас не очень привлекательны из-за длинной дюрации (13% к погашению в марте 2011 г.). В то же время, это один из немногих выпусков в сегменте российского ритейла, который характеризуется умеренным уровнем кредитного риска.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.86	-0.10	-0.40	-0.17
EMBI+ Spread, бп	307	+6	+65	+68
EMBI+ Russia Spread, бп	180	+11	+45	+33
Russia 30 Yield, %	5.59	+0.05	+0.03	+0.08
ОФЗ 46018 Yield, %	6.94	+0.06	+0.18	+0.47
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	612.9	-92.8	+8.2	-275.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	475.2	+65.6	+182.5	+360.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	141.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.75	+0.12	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.38	-0.07	-0.17	-0.26
Нефть (брент), USD/барр.	143.9	-0.6	+9.7	+50.0
Индекс РТС	2208	+41	-149	-83

Рынок еврооблигаций

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

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НАРАСТАЕТ; ГОСПОДДЕРЖКА АГЕНТСТВ – ТОЖЕ ПЛОХАЯ НОВОСТЬ

Во время азиатско-европейской сессии ничто не предвещало беды: индексы акций росли, а за ними и доходности **US Treasuries**. Однако тучи сгустились с открытием американского рынка.

Слова поддержки **Б.Бернанке** и **Г.Полсона** в отношении ипотечных агентств позволили **Freddie Mac** успешно разместить 3-миллиардный выпуск облигаций, однако расстроили equity-инвесторов. Ведь вмешательство государства и фактическая национализация финансового института обычно ведут к резкому падению стоимости его акций (котировки акций **Freddie** вчера продолжили снижение; -70% за месяц).

В итоге, **Dow Jones**, ведомый акциями американских банков, вчера потерял еще порядка 0.5%. Доходности же **US Treasuries** снизились, по итогам дня, на 10бп и 15бп, соответственно, в отношении **10-летних** (3.86%) и **2-летних нот** (2.45%). Таким образом, амплитуда дневных колебаний коротких **UST** вчера составила порядка 20бп (!).

EMERGING MARKETS РАСШИРИЛИ СПРЭДЫ В СВЯЗИ С «БЕГСТВОМ ОТ РИСКОВ»

Спрэд **EMBI+** вчера в очередной раз расширился (307бп, +6бп), причем вины собственно **Emerging Markets** в этом нет, т.к. главный фактор волатильности сейчас – американский рынок. Тем не менее, на фоне волны «бегства от рисков к качеству» ключевые бенчмарки сегмента **EM** вчера потеряли в цене порядка 1/4.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.59%) не стал исключением; к концу дня его котировки снизились до 112 3/4. Спрэд составил около 173бп. В корпоративном сегменте сделок мало, а bid/offer спрэды стоят достаточно широко. Вчера мы отметили спрос на выпуски **HCFB 10** (10.2%), **KUZBAS 10** (YTM 9.13%) и **TRANSC 11** (YTM 8.65%).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

НОВОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: ВТБ-ЛИЗИНГ-2 И КУПОНЫ ПО ПМЗ-1

Сегодня состоится самое крупное размещение на текущей неделе. Инвесторам будет предложен выпуск **ВТБ-Лизинг-2** объемом 10 млрд. рублей с годовой офертой. Ориентиры организаторов по доходности обозначены на уровне 8.5-8.9% (доходность 8.77-9.20%). Таким образом, премия к более короткому **1-му выпуску лизинговой компании** составит порядка 40-80бп. Мы бы рекомендовали участникам рынка выставлять заявки на покупку **ВТБ-Лизинг-2** с купоном не ниже 8.7%, так как в противном случае интереснее купить годовой **ВТБ-6** (8.75%), купон по которому был недавно определен в размере 8.6%. Этот выпуск уже торгуется на «вторичке» и уже входит в **Список репо ЦБ**.

Еще одно предложение инвесторам сделано по выпуску **ПМЗ-1** (УТР 9.49%), по которому в конце месяца состоится оферта. Купонная ставка до погашения через год была зафиксирована на уровне 12.0% (ранее – 9.60%). Если сравнивать с другими выпусками российских авиадвигателестроительных компаний, то купонная ставка может показаться не слишком привлекательной. Например, более короткий выпуск **НПО Сатурн-3** торгуется сейчас около 12.55%. Однако, во-первых, кредитный риск **ПМЗ** нам нравится больше, чем риск **Сатурна** или **УМПО**. **Пермские моторы** уже перешли под контроль госкорпорации **Оборонпром**, занимающейся консолидацией двигателестроительной отрасли, в то время как **Сатурн** и **УМПО** сопротивляются «генеральному плану» консолидации. В связи с этим, на наш взгляд, эти две компании могут в меньшей степени рассчитывать на господдержку (в т.ч. доступ к финансированию в госбанках). Кроме того, не исключено, что, помимо купона в 12.0%, держатели бумаг **ПМЗ** получат еще какую-нибудь комиссию за «непредъявление».

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: СНИЖЕНИЕ АКТИВНОСТИ; НЕОЖИДАННОЕ ОЖИВЛЕНИЕ В ГОСБУМАГАХ

В понедельник участники рублевого долгового рынка торговали очень неохотно. Картина рынка при этом почти не изменилась. В облигациях **1-го эшелона** по-прежнему доминируют продавцы, а так как покупателей немного, то цены бумаг вчера снизились еще примерно на 30-40бп при довольно скромных торговых оборотах. Есть интерес на покупку в коротких выпусках **2-го эшелона**, однако в этом сегменте, напротив, ощущается дефицит предложения.

Любопытно, что вчера (да и в пятницу) заметное оживление было отмечено в гособлигациях: дневной объем торгов в **ОФЗ** превысил 1 млрд. рублей. Напомним, с сентября прошлого года этот сегмент постоянно терял в ликвидности, и в последние месяцы ежедневный объем сделок не превышал 100-200 млн. рублей. Котировки госбумаг сейчас движутся в общем фарватере рынка, то есть снижаются – например, с пятницы выпуск **ОФЗ 46020** (УТМ 7.42%) потерял в цене около 1п.п. Выводы о том, что ключевые маркет-мейкеры в этом сегменте хотят приблизить котировки госбумаг к «рыночным» уровням, на наш взгляд, делать еще рано – при столь динамичном росте ставки прямого репо **ЦБ** коррекция на рынке **ОФЗ** должна быть более существенной.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Похоже, что **Центробанку** все-таки удалось немного запутать валютных спекулянтов. В ходе вчерашних торгов курс бивалютной корзины опустился до 29.31 рубля (-15 коп.). При этом каких-то рекордных продаж валюты, т.е. спекулятивного притока капитала, отмечено не было. Тем более, что в преддверии крупных налоговых выплат (сегодня – **акцизы**, в следующий понедельник – **НДС**) ее (валюту) и без того продают достаточно.

В общем, по оценкам наших дилеров, **ЦБ** вчера купил лишь традиционные 1.5 млрд. долл. Направление движения курса рубля к корзине в ближайшие дни уже не столь очевидно. Весьма возможна и коррекция (т.е. ослабление национальной валюты), особенно после выплат **НДС**. То, что эти выплаты банковской система осуществит без труда, уже ни у кого не вызывает сомнения.

НКНХ (B1/NR/B+): хорошие результаты за 2007г. по МСФО

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

Нижнекамскнефтехим вчера предоставил нам свою отчетность за 2007 г. по МСФО. Учитывая, что компания имеет достаточно простую юридическую структуру, т.е. все основные активы, обязательства и денежные потоки сконцентрированы непосредственно на ОАО «НКНХ», отличия консолидированной международной отчетности от опубликованных ранее цифр по РСБУ не очень существенны («российские» результаты НКНХ мы комментировали 22 мая).

Эти отличия в основном касаются подходов к отнесению расходов на себестоимость или инвестиции. Международная отчетность в этом смысле более консервативна. За счет этого, а также консолидации низкорентабельных дочерних компаний, показатели прибыльности НКНХ по МСФО несколько ниже, чем по РСБУ.

Выручка компании по итогам 2007 г. достигла 63.4 млрд. руб. (+18%). Ключевые факторы роста – увеличение объема производства, а также сохранение благоприятной ценовой конъюнктуры на каучуки и полипропилены. Изменение структуры продаж в пользу высокомаржинальной продукции способствует улучшению показателей рентабельности (EBITDA margin +0.5 п.п. к 2006 г.).

Рост операционного денежного потока на фоне умеренной инвестиционной активности (капзатраты в 2007 г. ≈ 7 млрд. руб.) позволил НКНХ улучшить показатели долговой нагрузки. Соотношение «Долг/EBITDA годовая» по итогам 2007 г. снизилось до 2.1х с 2.5х в 2006 г.

Согласно информации компании (Источник: Ведомости), инвестиционные аппетиты НКНХ в 2008 г. также останутся умеренными (бюджет капзатрат ≈ 6.7 млрд. руб.). Таким образом, мы не ожидаем роста долговой нагрузки НКНХ по итогам текущего года.

Никаких новостей по поводу упоминавшейся в прошлом году амбициозной инвестпрограммы НКНХ (около 5 млрд. долл.) и планировавшейся доэмиссии акций в последние месяцы не поступало.

Весной рейтинговое агентство Fitch изменило прогноз рейтинга компании (B+) со «Стабильного» на «Позитивный», отметив улучшение кредитного профиля НКНХ.

Мы нейтрально относимся к еврооблигациям Нижнекамскнефтехима (NKNCRU 15_10; 9.4% к оферте в 2010 г.) на текущих уровнях. Публикация отчетности, скорее всего не окажет влияния на котировки.

Ключевые финансовые показатели НКНХ					
Млн. руб.	МСФО		РСБУ		
	2006	2007	2006	2007	1К2008
Выручка	53 889	63 422	47 527	58 726	18 437
EBITDA	5 593	6 902	7 195	8 857	3 174
Чистая прибыль	2 779	3 321	3 324	4 096	1 920
Финансовый долг	13 825	14 637	12 987	13 739	14 459
Собственный капитал	23 459	27 889	25 141	28 240	30 160
Ключевые показатели					
Рентабельность EBITDA (%)	10.4%	10.9%	15.1%	15.1%	17.2%
Рентабельность чистой прибыли (%)	5.2%	5.2%	7%	7%	10.4%
Финансовый долг/EBITDA (x)	2.5	2.1	1.8	1.5	1.1
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

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.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.