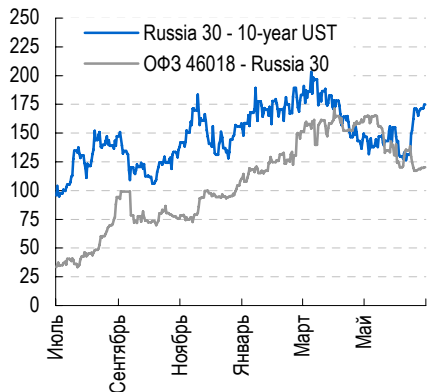
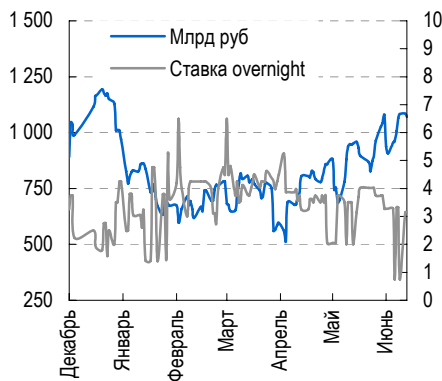


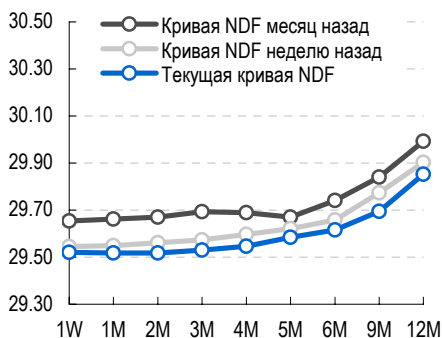
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

8 июл	Стат-ка по потреб.кредитам в США (Май)
8 июл	Размещение руб. обл. МИА-5
9 июл	Размещение руб. обл. РЖД-8
10 июл	Статистика по розничным продажам в США
10 июл	Размещение руб. обл. Стройиндустрия-1
10 июл	Размещение руб. обл. НовыеИнвестиции-1
10 июл	Размещение руб. обл. ТрансКредитБанк-3
10 июл	Размещение руб. обл. РБК БО-5

Рынок еврооблигаций

- Отчет **Lehman** о потенциальных проблемах **Fannie Mae** и **Freddie Mac** напугал инвесторов. Первичный рынок: неофициальные ориентиры по **Северстали** и анонс нового выпуска **Транснефти** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Низкая торговая активность, закрытие книги по **РЖД-8**, перенос размещения **МИА-5**. (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- Фармацевтическая компания **ПРОТЕК (NR)** сегодня утром провела презентацию результатов своей деятельности за 2007 г. (стр. 3)
- ОАО «Каскад Нижне-Черекских ГЭС»** прекратило свое существование в связи с присоединением к **ГидроОГК (ВааЗ/НР/ВВВ-)**. (Источник: www.gidrooqk.ru/press/news/3451.html). На наш взгляд, это прекрасная новость для держателей выпуска **CLN Каскада Нижне-Черекских ГЭС** (Bloomberg ticker **CASHYD**). Напомним, что в начале прошлого года покупатели данного выпуска становились кредиторами маленькой «внучки» **РАО ЕЭС**. Теперь они – держатели облигаций крупнейшей в России генерирующей компании, контролируемой государством и имеющей рейтинги инвестиционной категории. Присоединение Каскада НЧГЭС к ГидроОГК анонсировалось еще при размещении **CLN**. Однако присутствовавший тогда «execution risk» сейчас исчез. Выпуск нот невелик – 60 млн. долл., и поэтому практически неликвиден. На наш взгляд, его «справедливая» цена находится выше номинала, т.к. купон составляет 10.5% (более 600bp к свопам). Срок погашения – февраль 2013 г.
- Мечел (NR)** объявил предварительные результаты за 1-е полугодие 2008 г. по **US GAAP**. По оценкам компании, ее выручка за январь-июнь увеличилась более чем на 60% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, при этом существенно улучшилась рентабельность. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» на отчетную дату составило около 1.45x. Учитывая планы Мечела по привлечению акционерного капитала, а также благоприятную конъюнктуру на сырьевых рынках, мы думаем, что показатели компании продолжают улучшаться. Вместе с тем, мы не считаем привлекательным малоликвидный выпуск облигаций компании (8.9%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.90	-0.08	-0.01	-0.13
EMBI+ Spread, бп	304	+2	+50	+65
EMBI+ Russia Spread, бп	181	+2	+22	+34
Russia 30 Yield, %	5.65	-0.04	+0.19	+0.14
ОФЗ 46018 Yield, %	6.85	-0.04	+0.08	+0.38
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	714.3	+51.0	+157.2	-174.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	355.5	-66.3	-38.2	+240.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	79	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.58	+0.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.52	-0.03	-0.12	-0.12
Нефть (брент), USD/барр.	141.9	-2.5	+4.2	+48.0
Индекс РТС	2189	+1	-154	-102

Рынок еврооблигаций

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

ОТЧЕТ LEHMAN НАПУГАЛ ИНВЕСТОРОВ

Начало недели на рынке **US Treasuries** ознаменовалось достаточно существенным ростом котировок. Причиной для «бегства к качеству» на этот раз послужил обвал акций американских финансовых компаний, который, в свою очередь, был спровоцирован отчетом аналитиков **Lehman Brothers**. Аналитики предположили, что, если будут введены новые правила бухгалтерской отчетности (сейчас в правительстве **США** идет дискуссия по этому поводу), то крупнейшим ипотечным агентствам **Freddie Mac** и **Fannie Mae** дополнительно понадобится привлечь 75 млрд. долл. нового акционерного капитала.

Тем временем в лентах новостных агентств появилась еще одна пугающая цифра: некий фонд **Bridgewater Associates** якобы оценил потенциальные потери банков от ипотечного в 1.6 трлн. долл. (согласно **Bloomberg**, сейчас банки списали около 400 млрд. долл.).

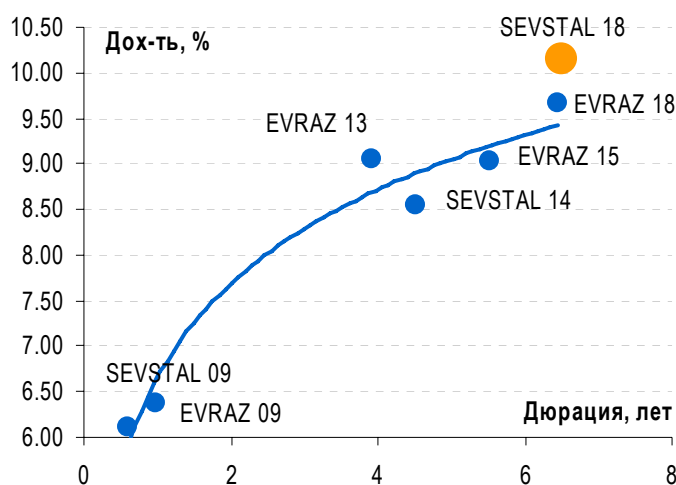
Из других значимых событий можно отметить лишь выступление чиновника **ФРС Джанет Йеллен**, которая была неожиданно оптимистична относительно экономической ситуации в **США**. Однако на фоне вышеназванных событий инвесторы не придали этому существенного значения. Никаких важных экономических данных в **США** вчера не публиковалось.

EMERGING MARKETS СОХРАНЯЮТ СПОКОЙСТВИЕ

Активность в сегменте **Emerging Markets** была невысокой. Котировки наиболее ликвидных суверенных еврооблигаций плавно изменялись вслед за американским рынком. Поэтому спрэд **EMBI+** практически не изменился – 304бп (+2бп). Двигаясь в общем фарватере, котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.65%) вчера выросли в цене примерно на 1/4, а его спрэд расширился до 173-175бп. В корпоративном секторе существенных изменений не произошло. Bid/offer спреда по-прежнему довольно широки на фоне невысокой ликвидности.

PRICE-TALK ПО СЕВЕРСТАЛИ; НОВЫЙ ВЫПУСК ТРАНСНЕФТИ

Вчера в ленте **Интерфакс** появилось сообщение о том, что купон по новым **10-летним** еврооблигациям **Северстали** (Ba2/BBB) ожидается на уровне 10-10.25%. Таким образом, премия к близкому по дюрации **EVRAZ 18** (YTM 9.66%) может составить порядка 35-60бп. Насколько мы понимаем, это пока «неофициальный» price-talk.



Reuters и **Интерфакс** вчера сообщили, что **Транснефть** (A2/BBB+) собирается до конца месяца разместить еврооблигации на 1-2 млрд. долл. К сожалению, никаких подробностей пока нет. После выхода новостей на вторичном рынке котировки выпусков **TNEFT** снизились примерно на 1/4.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

НИЗКАЯ ТОРГОВАЯ АКТИВНОСТЬ, ЗАКРЫТИЕ КНИГИ ПО РЖД-8, ПЕРЕНОС РАЗМЕЩЕНИЯ МИА-5

Инвесторы разумно фокусируют свое внимание на новых размещениях, поэтому на вторичном рынке активность по-прежнему невелика. Тем не менее, стоит отметить умеренно-позитивный настрой инвесторов в ходе вчерашнего дня – котировки наиболее ликвидных бумаг **1-го эшелона** немного подросли (+10-15бп). «Лучше рынка» выглядели длинные выпуски **АИЖК**, цена которых вчера выросла более чем на 30бп. Денежный рынок чувствует себя очень уверенно, т.к. остатки банков в ЦБ превышают 1 трлн. рублей.

Вчера стало известно, что купон по новому 3-летнему выпуску **РЖД** (размещение идет по схеме «бук-билдинг») определен на уровне 8.50% (УТМ 8.68%). Таким образом, премия к обращающимся выпускам компании сравнимой дюрации составит порядка 60-70бп, что, на первый взгляд выглядит достаточно щедро. Однако впечатление портит то, что это довольно длинная бумага, а самое главное – что ее объем слишком велик для рынка в его нынешнем состоянии. Судя по циркулирующей на рынке информации, рыночный спрос удалось найти отнюдь не на все 20 млрд. руб.

На сегодня было намечено размещение **5-го выпуска** облигаций **МИА**, но вчера банк отменил аукцион. Вряд ли эта новость вызвала у кого-то удивление.

ПРОТЕК (NR) провел презентацию результатов 2007 г.

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

Сегодня менеджмент компании встретился с аналитиками и инвесторами (на момент выхода комментария встреча еще не закончилась). ПРОТЕК представляет финансовый директор Тимофей Прокопов. Ниже представлены ключевые моменты, которые нам удалось зафиксировать по ходу встречи (насколько мы поняли, менеджмент приводил цифры из консолидированной аудированной отчетности по МСФО):

- Выручка компании по итогам 2007 г. составила 63.3 млрд. руб., практически не изменившись по сравнению с 2006 г. (63.7 млрд. руб.). Стагнация выручки была связана в первую очередь с потерей примерно 25% клиентов из-за пожара на основном складе (часть клиентов удалось вернуть). Кроме того, ПРОТЕК последовательно сокращает свое участие в программе ДЛО. В 2007 г. доля этого направления в выручке составила лишь 10%, и в дальнейшем продолжит снижение (в 2008 г. ожидается 5%);
- Показатель рентабельности EBITDA margin в 2007 г. составил 3.4%, снизившись примерно на 1.2пп по сравнению с 2006 г. Основными причинами падения рентабельности стали пожар, резервирование под просроченную дебиторскую задолженность по программе ДЛО и агрессивное развитие пока низкорентабельного розничного сегмента (сеть Ригла уже насчитывает более 400 аптек). Финансовый результат этого сегмента в 2007 г. был отрицательным (≈ 100 млн. руб.). ПРОТЕК надеется, что в ближайшее время розница станет прибыльной. Для повышения рентабельности компания планирует наладить собственное производство некоторых препаратов и/или средств гигиены.
- Объем долга в течение 2007 г. увеличился на 2 млрд. руб. до 10.2 млрд. Деньги привлекались в основном для финансирования инвестиций в аптечный бизнес (поглощения, оборотный капитал). Соотношение «Долг/EBITDA» увеличилось до 4.8x (в 2006 г. – 2.8x). В качестве одного из «комфортных» факторов для держателей облигаций компания привела оценку стоимости портфеля

недвижимости в рознице – 266 млн. долл. По словам представителей ПРОТЕКа, практически все помещения свободны от залога.

- Компания не предоставила никаких финансовых прогнозов и саму отчетность по МСФО за 2007 г., сославшись на некие юридические ограничения. Мы не исключаем, что речь идет о подготовке какой-то equity-сделки. У нас сложилось впечатление, что ПРОТЕК активно рассматривает предложения от инвесторов. Кстати, менеджмент сказал, что германский концерн Celesio (планировавший приобрести компанию, но затем отказавшийся от сделки) по-прежнему сохраняет интерес к ПРОТЕКу. Однако сделка с Celesio вряд ли возможна из-за позиции акционеров российской компании.

На наш взгляд, если оценивать кредитный профиль ПРОТЕКа без учета политического риска, то он выглядит не так уж и плохо. Это по-прежнему крупный фармдистрибьютор, генерирующий крупные денежные потоки и имеющий привлекательные розничные активы. Долговая нагрузка достаточно высока, но не «критична». В текущих условиях «справедливая» стоимость такого риска (в рублевых облигациях), по нашим оценкам, составляла бы 13-15%. Выпуск Протек-Финанс сейчас торгуется с доходностью 22% к офферте в ноябре 2009 г. Нам очень сложно оценить политический риск в данном случае, поэтому мы воздерживаемся от рекомендаций по этой бумаге. Очевидно что в случае equity-сделки с участием иностранного инвестора политический риск ПРОТЕКа существенно снизится.



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.