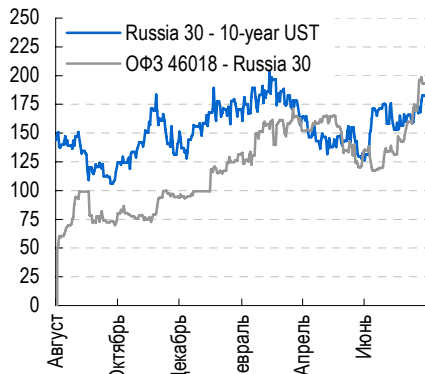
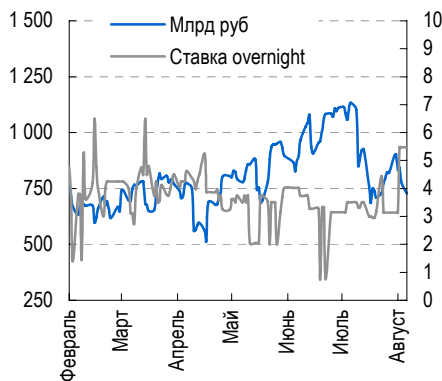


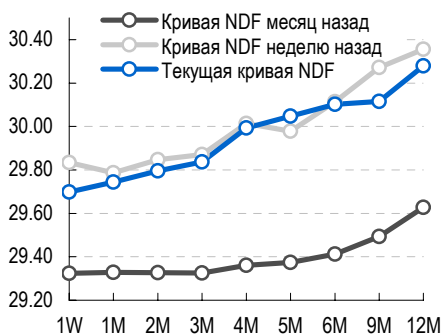
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

19 авг	Индекс цен производителей PPI (июль)
19 авг	Статистика по перв. рынку жилья в США
20 авг	Размещение руб. обл. АМЕТ-финанс-1
20 авг	Аукционы ОФЗ-26201, ОФЗ-46020
21 авг	Индекс Philadelphia Fed.
21 авг	Индекс Leading Indicators
25 авг	Уплата акцизов, НДС
25 авг	Статистика по втор. рынку жилья в США

### Рынок еврооблигаций

- В пятницу вышла неплохая статистика, но доходности **UST** снизились. Российский сегмент: широкие спрэды, низкая активность (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ключевые события на вторичном рынке: снижение котировок **ОФЗ** и выпуска **ЧТПЗ-1**. Денежный рынок восстанавливается, но по-прежнему уязвим (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Электросетевые компании: итоги 1-го полугодия** (стр. 3).
- Амурметалл (NR): хорошие результаты за 1-е полугодие по РСБУ** (стр. 4)
- Металлотрейдер Инпром (NR) сообщил об улучшении результатов по МСФО в 1-м полугодии 2008 г.** В то время как выручка компании в отчетном периоде увеличилась незначительно (+15% в долларовом выражении), показатель EBITDA вырос почти в полтора раза. Компания связывает это с ростом цен на металл и реализацией программы повышения эффективности. Мы предполагаем, что увеличение рентабельности Инпрома носит временный характер – вряд ли в столь конкурентном бизнесе маржа может закрепиться на необычно высоком уровне. Компания не сообщила об объеме долга на отчетную дату. По нашим оценкам, сейчас соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» у Инпрома снизилось с 8х по итогам 2007 г. до 5-6х, но может вновь возрасти в будущем. Облигации компании (около 13%) не выглядят дешевыми, в т.ч. из-за присутствия в котировальном списке А1.
- Мосэнерго (ВВ) опубликовало нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ.** В отчетном периоде выручка компании увеличилась до 48 млрд руб. (+23.3%), а показатель EBITDA margin составил 11% (-0.7п.к. к 2007 г.). Все еще существенный запас ликвидности после продажи допэмиссии акций Газпрому (А3/ВВВ/ВВВ) позволяет сохранять долговую нагрузку Мосэнерго на консервативном уровне. По нашим оценкам, с учетом депозитов в банках чистый долг компании по-прежнему отрицателен. Мы нейтрально относимся к выпускам Мосэнерго на текущих уровнях (8.45-9.0%, входят в список А1).
- МТС (Ва2/ВВ-/ВВ+) подала заявку в ФАС на приобретение компании СМАРТС (NR)** (Источник: Ведомости). На наш взгляд, интерес МТС и ВымпелКома к поволжскому сотовому оператору уже в значительной степени учтен в котировках его облигаций (15.6%). Их спекулятивный потенциал в любом случае весьма ограничен, учитывая короткую дюрацию (оферта в сентябре).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.84	-0.05	-0.10	-0.19
EMBI+ Spread, бп	300	+4	-11	+61
EMBI+ Russia Spread, бп	190	+7	+10	+43
Russia 30 Yield, %	5.67	0	+0.09	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	7.60	-0.05	+0.68	+1.13
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	616.3	-45.8	+9.2	-272.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	112.1	-3.1	-413.8	-2.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-37.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.73	-0.10	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.74	+0.09	+0.40	+0.01
Нефть (брент), USD/барр.	112.6	0	-17.6	+18.7
Индекс РТС	1785	-10	-350	-506

## Рынок еврооблигаций

Аналитики: *Дмитрий Смелов, Денис Красильников, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com*

### СТАТИСТИКА НЕПЛОХАЯ, НО ДОХОДНОСТИ СНИЖАЮТСЯ

Опубликованная в США в пятницу **макроэкономическая статистика** носила умеренно-позитивный характер: и цифры по **промышленному производству**, и **индекс Empire Manufacturing** вышли несколько лучше ожиданий. Чуть хуже прогнозов оказался лишь **индекс потребительского доверия**.

Однако участники рынка обратили внимание не на статистику, а на выступления президентов **ФРБ Чикаго** и **Атланты**. Риторика чиновников была сходной – оба отметили слабый экономический рост, озвучили не самые оптимистичные прогнозы на вторую половину года, но при этом упомянули о вероятном смягчении инфляционного давления в связи с падением цен на сырье. Хотя эти чиновники и не имеют права голоса на заседаниях **ФРС** по **FED RATE**, участники рынка все же восприняли их слова как намек на то, что ставка на следующем заседании вряд ли будет повышена. Доходности **US Treasuries** снизились на 5бп вдоль всей кривой; **10-летняя нота** завершила день на уровне 3.84%.

### EMERGING MARKETS

В сегменте развивающихся стран котировки большинства выпусков росли вслед за базовыми активами, однако по итогам дня спрэд **EMBI+** расширился до 300бп (+4бп). «Хуже рынка» выглядят облигации Украины – спрэд **EMBI+ Ukraine** прибавил за день 28бп, составив 529бп.

Российский сегмент также выглядит несколько хуже других: спрэд бенчмарка **RUSSIA 30** (YTM 5.67%) к **UST10** расширился до 183бп (+5бп), спрэды 5-летних **CDS** достигли уровня в 129-130бп (+5бп). В корпоративных облигациях активность минимальна, «бидов» на экранах мало, а если и есть, то спрэды «bid-ask» доходят до 1-1.5пп. Несмотря на достаточно разочаровывающие результаты **Казаньоргсинтеза** по итогам 1-го полугодия 2008 г., о которых мы писали в пятницу, реакции в выпуске **KZOSRU 11** пока не было.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В последний день прошлой недели на долговом рынке ничего примечательного не произошло. Рублевые облигации по-прежнему находятся в «свободном плавании» без единого тренда. Самым ярким событием в целом скучного дня стало падение котировок выпуска **ЧТПЗ-1** (YTP 10.31%, -1пп). Произошло это после того, как было анонсировано размещение по схеме бук-билдинга чуть более длинного **ЧТПЗ-3** с ориентировочной доходностью 11-11.5%.

Немного активизировались продавцы в выпусках **1-го эшелона**, там цены просели примерно на 20-25бп. Вместе с тем мы отметили спрос на отдельные бумаги **2-го эшелона**: например, около 10бп в цене прибавили **ХКФБанк-5** (YTP 11.66%), **ХКФБанк-3** (YTP 9.60%), **УРСИ-8** (YTP 9.01%). Кроме того, продолжается снижение котировок в секторе **ОФЗ**: большинство потеряли в цене еще порядка 10-20бп, а, например, **46021** (YTM 7.64%) подешевел сразу на 1пп. Напомним, что в среду **Минфин** проведет два аукциона **ОФЗ** суммарно на 16 млрд. рублей: **46020** – 6 млрд. рублей, **26201** – 10 млрд. рублей (новый 5-летний выпуск).

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: ШАГ ЗА ШАГОМ К СТАБИЛЬНОСТИ

Несмотря на налоговые выплаты, в пятницу объем операций **прямого репо** с ЦБ сократился до 58 млрд. рублей (-22 млрд. рублей). Ставки **overnight** все больше тяготеют к уровню 6.0% после резкого скачка до 8-10% в начале недели.

Вместе с тем, мы полагаем, что пока денежный рынок по-прежнему остается достаточно уязвимым, а ставки могут вновь вырасти на следующей неделе, когда начнется традиционная для конца месяца уплата акцизов, НДС и налога на прибыль.

Во-первых, сумма остатков банков на счетах в Центробанке снизилась до скромных 728 млрд. рублей. При этом традиционный резерв – депозиты в ЦБ – составляет лишь 112 млрд. руб. В этом году уровень депозитов был меньше лишь в конце апреля, в период уплаты квартального НДС. Во-вторых, объем ежедневных валютных интервенций ЦБ составляет скромные 350-400 млн. долл., т.е. приток рублевой ликвидности из этого источника явно нельзя назвать значительным. Между тем стоимость бивалютной корзины в пятницу выросла еще примерно на 10 копеек до 29.74 рублей, т.е. пока нет предпосылок к тому, чтобы объем интервенций Центробанка увеличился. Определенные надежды можно возлагать на приток ликвидности из бюджета и/или от «институтов развития».

### НОВЫЕ КУПОНЫ

По облигациям РусьБанк-2 (УТР 10.60%) была определена годовая оферта с купоном 12.5% (ранее 9.50%). Также в выпуске МИАН-1 (УТР 56.22%) появилась новая полугодовая оферта, процентная ставка на этот период зафиксирована в размере 13%.

## Электросетевые компании: результаты за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ

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

Мы взглянули на отчетность четырех распределительных электросетевых компаний (РСК) – Ленэнерго (NR), МОЭСК (Ba2), ЕЭСК (NR), Тюменьэнерго (NR) – по российским стандартам за январь-июнь 2008 г. Поскольку все эти компании имеют простую юридическую структуру, российская отчетность дает вполне адекватное представление об их финансовом положении.

Результаты электросетевых компаний за второй-третий кварталы традиционно бывают несколько хуже в части рентабельности за счет влияния фактора сезонности (более низкий уровень потребления электроэнергии в весенне-летний период). Опубликованная отчетность это в целом подтвердила. На общем фоне несколько выбиваются результаты ЕЭСК – эта компания демонстрирует рост рентабельности, правда, в сочетании со снижением выручки. Насколько мы понимаем, это связано в первую очередь с изменением структуры и/или уровня тарифов ЕЭСК.

Наиболее высокий уровень долговой нагрузки из рассматриваемых РСК имеют Ленэнерго и МОЭСК (Долг/ЕБИТДА 3.7x и 2.8x соответственно). Ничего удивительного, ведь именно эти электросетевые компании заявили самые масштабные инвестпрограммы (143 млрд. руб. и 97.5 млрд. руб., соответственно) до 2011 г. Что касается ЕЭСК и Тюменьэнерго, то их долговая нагрузка во втором квартале 2008 г. практически не изменилась и по-прежнему выглядит достаточно консервативной.

Из облигаций рассматриваемых компаний наиболее интересным, на наш взгляд, является выпуск ЕЭСК (УТР 11.4%), предлагающий сравнительно высокую доходность при сравнительно короткой дюрации. Кроме того, по нашему мнению, имеет смысл присмотреться к длинным выпускам Ленэнерго, которые торгуются уже ниже 90% от номинала (доходность около 13%). Насколько мы понимаем, в ближайшее время эта компания может получить кредитные рейтинги. Они с высокой вероятностью окажутся не ниже уровня В1/В+, который является «пропуском» в Список репо ЦБ. Получение рейтингов могло бы спровоцировать небольшое ралли в облигациях Ленэнерго.

## Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	МОЭСК			Ленэнерго			ЕЭСК			Тюменьэнерго		
	2007	1К2008	1П2008	2007	1К2008	1П2008	2007	1К2008	1П2008	2007	1К2008	1П2008
Выручка	38 681	16 038	29 827	15 265	4 704	8 521	8 792	1 793	2 845	27 787	9 313	17 526
ЕБИТДА	13 387	2 907	5 022	4 156	848	1 485	1 789	522	1 246	3 032	2 159	3 954
Чистая прибыль	4 748	2 014	1 723	916	9	(295)	930	291	693	1 175	817	843
Финансовый долг	18 945	18 711	28 371	11 072	11 052	11 069	1 201	1 172	1 463	4 847	4 839	5 623
Собственный капитал	48 782	50 795	50 502	34 960	34 969	34 895	4 056	4 344	4 734	60 174	60 991	60 717
<b>Ключевые показатели</b>												
Рентабельность ЕБИТДА	34.6%	18%	16.8%	27.2%	18%	17.4%	20%	29%	43.7%	10.9%	23%	22.6%
Рентабельность чистой прибыли	12.3%	12.6%	5.8%	6%	0.2%	-	10.6%	16%	24%	4.2%	8.8%	4.8%
Фин. долг/ЕБИТДА	1.4	1.6	2.8	2.7	3.2	3.7	0.7	0.6	0.6	1.6	0.6	0.7
Фин. долг/Капитал	0.4	0.4	0.56	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

## Амурметалл (NR): хорошие результаты за 1-е полугодие 2008 г.

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

Дальневосточный производитель металлопроката – Амурметалл – опубликовал отчетность за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ. Группа Амурметалл составляет консолидированную отчетность по МСФО, однако с кредитной точки зрения отчетность по РСБУ вполне репрезентативна, т.к. группа имеет достаточно простую юридическую структуру, и все основные активы, долг и денежные потоки сконцентрированы непосредственно на ОАО «Амурметалл».

Компания сумела воспользоваться благоприятной конъюнктурой цен на сталь и увеличила выручку в отчетном периоде на 60% до 10.2 млрд. руб. При этом рост продаж в натуральном выражении составил лишь около 12%). Рентабельность по ЕБИТДА также демонстрирует позитивную динамику – по итогам полугодия этот показатель увеличился до 20% (+1.8 п.п. к сопоставимому периоду 2007 г.).

Несмотря на продолжающийся рост объема долга (компания реализует крупную инвестиционную программу), опережающий рост операционной прибыли позволил даже улучшить ключевые «кредитные» показатели – соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» опустилось до 3.5х. Отметим, что в консолидированной отчетности по МСФО долговая нагрузка Амурметалла обычно оказывается несколько выше, чем в российской.

В текущей рыночной конъюнктуре мы не видим потенциала сужения спредов в выпусках облигаций Амурметалла (12.6-11.4%). Какие-то существенные движения котировок бумаг компании возможны в случае той или иной equity-сделки. Насколько мы понимаем из сообщений СМИ, акционеры Амурметалла рассматривают различные варианты продажи акций компании.

## Ключевые финансовые показатели ОАО «Амурметалл», РСБУ

млн. руб.	2007 г.	1-е полугодие 2007 г.	1-е полугодие 2008 г.
Выручка	13 284	6 363	10 157
Валовая прибыль	3 398	1 768	2 846
ЕБИТДА	2 210	1 158	2 030
Чистый долг*	10 307	8 449	14 375
Собственный капитал	8 242	5 771	9 161
Активы	20 902	15 709	26 104
<b>Ключевые показатели</b>			
Валовая рентабельность (%)	25.6%	27.8%	28.0%
ЕБИТДА margin (%)	16.6%	18.2%	20.0%
Чистый долг/ЕБИТДА annualized (x)	4.7	3.6	3.5
Чистый долг/Собственный капитал (x)	1.25	1.5	1.6

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
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	Evgeniy.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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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.