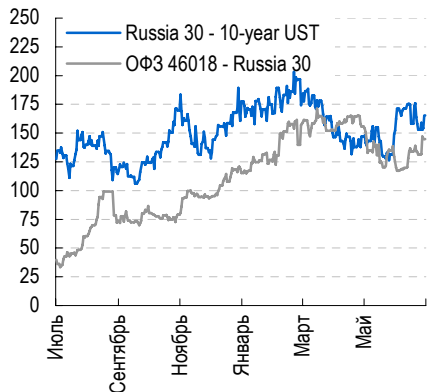
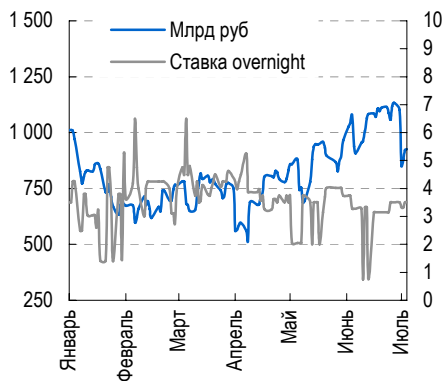


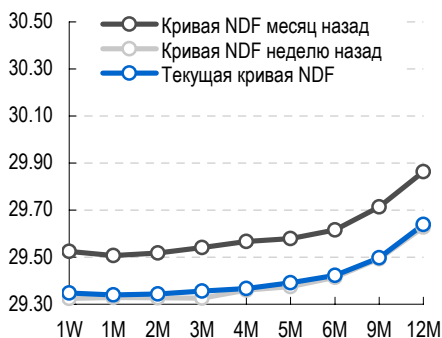
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

25 июл	Уплата акцизов, НДС
25 июл	Размещение руб. обл. ВымпелКом-1
25 июл	Размещение руб. обл. ЛЭКСтрой-2
25 июл	Размещение руб. обл. КБ Кедр-3
25 июл	Индекс потреб. доверия U.Michigan
28 июл	Уплата налога на прибыль
29 июл	Размещение руб. обл. Северная казна-2
29 июл	Размещение руб. обл. Жилсоципотека-3

Рынок еврооблигаций

- В США и Европе – «бегство в качество», в Emerging Markets – расширение спрэдов. Новые размещения: **ХКФБ, Альфа Банк Украина, Транснефть** (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- На вторичном рынке подросли котировки отдельных выпусков **1-го эшелона**: надолго ли? Сегодня аукционы по **Вымпелкому-1** и **ОФЗ 46021** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **АИЖК (АЗ)** не будет спешить с размещением рублевых облигаций. Наши заметки со встречи с Агентством (стр. 4).
- Премьер-министр В.Путин вчера жестко раскритиковал ценовую политику Мечела (NR). (стр. 5).
- Ростехнологии (NR) думают о приобретении компании ТООП (NR) и наводят порядок в ЭйрЮнион (NR) (Источник: Ведомости). Новости могут оказать поддержку облигациям этих двух компаний, которые торгуются с доходностью 17-20%. На наш взгляд, вероятность поддержки со стороны Ростехнологий выше в отношении ЭйрЮниона, который уже перешел под контроль госкорпорации.
- **УРСА Банк (Ва3/NR/B+)** провел вчера телеконференцию. Единственной важной новостью стало то, что банк пока не планирует размещать облигации. Менеджмент банка уточнил, что если какие-то публичные сделки и будут, то речь скорее может идти о рублевом выпуске.
- **ТАИФ (NR)** продаст контрольный пакет Казаньоргсинтеза (NR/B-/B-) Газпрому (АЗ/ВВВ/ВВВ) только в случае, если последний согласится инвестировать в КОС дополнительно **60 млрд. руб.** (Источник: Коммерсантъ). Судя по словам гендиректора ТАИФа и комментариям опрошенных газетой экспертов, никаких конкретных договоренностей между ТАИФом и Газпромом в отношении КОСа пока нет. Мы нейтрально относимся к еврооблигациям KZOSRU на текущих уровнях.
- **Евраз (Ва2/ВВ-/ВВ)** приобрел месторождение угля за **725 млн. долл.** Сделка не очень велика в масштабах баланса и денежных потоков Евраза. На наш взгляд, в своей инвестиционной политике компания по-прежнему будет умеренно использовать кредитный рычаг с тем, чтобы не допустить роста соотношения Долг/ЕБИТДА выше 2х и/или снижения кредитных рейтингов.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.00	-0.12	-0.08	-0.03
EMBI+ Spread, бп	284	+12	+16	+45
EMBI+ Russia Spread, бп	170	+13	+23	+23
Russia 30 Yield, %	5.65	-0.01	+0.08	+0.14
ОФЗ 46018 Yield, %	7.10	-0.01	+0.23	+0.63
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	529.3	-17.7	-62.6	-359.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	397.1	+23.0	-88.5	+282.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	131.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4	-0.08	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.36	-0.01	-0.15	-0.28
Нефть (брент), USD/барр.	126.4	+1.1	-7.9	+32.5
Индекс РТС	2067	-45	-244	-224

Рынок еврооблигаций

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

США И ЕВРОПА: СНОВА «БЕГСТВО В КАЧЕСТВО»

Похоже, очередная волна «бегства в качество» накрыла вчера мировые рынки. В мрачных новостях недостатка не было: во 2-м квартале **Ford** зафиксировал значительно больший убыток, чем ожидалось (акции компании упали на 15%); продажи на вторичном рынке жилья (**Existing Home sales**) в июне снизились также сильнее прогнозов, а число первичных обращений за пособиями по безработице за прошедшую неделю резко выросло, превысив отметку в 400 тыс. (+34 тыс.).

Неудивительно, что рынки акций завершили день «в красном цвете», а доходности **US Treasuries** снизились сразу на 12-15бп вдоль всей кривой. Аукцион по **5-летним UST** прошел весьма успешно, вызвав большой спрос (bid/cover на уровне 2.46, доля «indirect bidders» - 33%). Доходность **5-летней ноты**, по итогам аукциона, сложилась на уровне 3.39% (-10бп к уровню среды), **10-летние UST** закрылись около 4% (-12бп).

Также весьма слабая статистика вышла и в **Европе** – исследования бизнес-среды в Германии, Франции и Италии показали цифры значительно слабее, чем ожидалось. По итогам дня, доходность немецких 10-летних **BUNDS** (4.56%) снизилась примерно на 10бп.

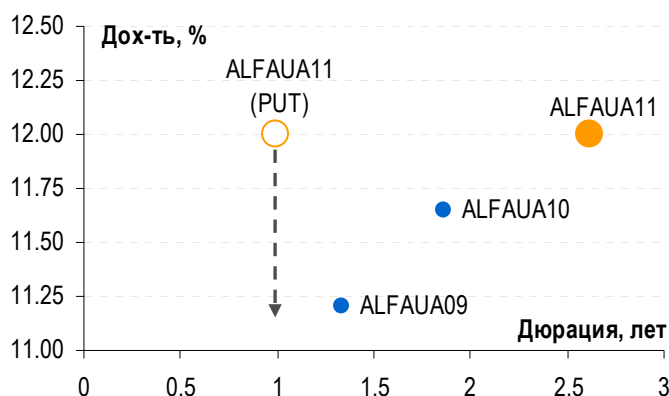
EMERGING MARKETS

Долговой сегмент развивающихся рынков расширил спред к базовым активам. Из-за движений американского рынка **EMBI+** за день расширился сразу на 12бп до 284бп. Российский бенчмарк **RUSSIA30** (YTM 5.65%) также увеличил дистанцию к UST – спред составил около 165бп. В корпоративных облигациях в течение дня основная торговая активность снова была сосредоточена в выпусках **CHMFRU13** (YTM 9.13%) и **TRUBRU11** (YTM 9.84%) – котировки последнего выросли до 100 ½ пп. Ближе к вечеру активизировались продавцы в таких выпусках, как **CHMFRU14** (YTM 9.14%), **EVRAZ18** (YTM 9.75%), **GAZPRU22** (YTM 7.94%). Мы также отметили возросший спрос на CDS российских эмитентов – РСХБ, Газпрома. Однако вчера это никак не отразилось на их еврооблигациях, возможно, мы увидим расширение спреда сегодня.

В сегменте украинских евробондов уже который день наблюдается волатильность в выпуске **NAFTO09** (YTM 20.78%), причина - противоречивая информация о переговорах компании с Газпромом о ценах на газ и прекращении государственной поддержки компании. Во вторник мы видели продажи на уровне 83пп, сейчас выпуск котируют на уровне 87пп – тогда как еще пару недель назад цена составляла около 97пп.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: ХОУМ КРЕДИТ, АЛЬФА-БАНК, ГАЗПРОМБАНК И ТРАНСНЕФТЬ

Вчера завершилось размещение нового выпуска евробондов **Альфа Банка Украина** (ВаЗ/В+). Купон, как и ожидалось, составил 12%, срок до погашения – 3 года, пут-опцион после года обращения. На наш взгляд, выпуск выглядит крайне интересно – будучи де-факто короче **ALFAUA09**, он предлагает к нему премию почти в 100бп!



ЖКФБ (Ba3/B+) объявил предварительные ориентиры по новому выпуску **НСФВ11_10**. Купон составит порядка 11.75%, что предполагает премию к кривой эмитента не менее чем в 70бп. Возможность обмена обращающегося на рынке **НСФВ10** (YTM 10.18%) на новый выпуск лишь добавляет последнему привлекательности. Впрочем, окончательные параметры операции по обмену пока что не определены.

Газпромбанк (A3/BBB-) вчера провел доразмещение выпуска еврооблигаций, номинированного в швейцарских франках. Объем доразмещения составил CHF150 млн., суммарный объем выпуска – CHF300 млн. Также вчера стало известно о планах **Транснефти** (A2/BBB+) по размещению еврооблигаций – пока без каких-либо деталей.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ТУЧИ РАССЕЙВАЮТСЯ?

Торговая активность вчера была уже привычно довольно низкой. Однако мы отметили, что, например, в среднесрочных облигациях **РЖД** появился небольшой спрос – так, примерно на 5-10бп подросли в цене выпуски **РЖД-8** (YTM 8.62%), **РЖД-6** (YTM 8.19%) и **РЖД-3** (YTM 7.67%). Похожая картина наблюдалась и в бумагах **ФСК**.

Мы полагаем, что речь не идет о «развороте» тренда: если посмотреть на прочие выпуски **1-го эшелона**, то существенно картина не поменялась: например, **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 8.32%) вчера потерял в цене еще около 20бп. Кроме того, никуда не делся большой «навес» нового предложения – сегодня **Вымпелком** размещает облигации на 10 млрд. рублей, на следующей неделе **Банк Москвы** планирует продать бумаги на аналогичную сумму. Скорее всего, участники рынка просто «устали» смотреть на постоянно падающие котировки, может быть, кто-то из организаторов решил поддержать своих «питомцев».

Кроме того, ситуация на денежном рынке остается очень спокойной и благоприятной: ставки **overnight** находятся около 4%, а благодаря валютным интервенциям регулятора, остатки банков в ЦБ выросли за неделю примерно на 75 млрд. рублей до 926.4 млрд.

ДЕБЮТ ВЫМПЕЛКОМА

Сегодня состоится дебютное размещение рублевых облигаций **Вымпелкома** (BB+/Ba2). Объем займа составит 10 млрд. рублей, предусмотрена 1.5-годовая оферта. Инвесторов не должно смущать, что эмитентом выступает SPV-компания **ВК-Инвест**, так как в начале июля рейтинговое агентство S&P присвоило этому и следующему выпуску (на 5 млрд. рублей) рейтинг эмиссии на уровне BB+. Поэтому можно быть уверенными, что облигации компании попадут в **Список репо ЦБ**.

Ориентиром при размещении, естественно, послужит чуть более длинный выпуск **МТС-3** (YTP 8.88%), который, кстати, за последние несколько дней подрос примерно на 20бп, что, наверное, должно порадовать инвесторов, собирающихся купить облигации Вымпелкома. Мы полагаем, что спрос на аукционе будет достаточно большим; скорее всего, будут участвовать иностранцы, поэтому крупной премии ждать не стоит. На наш взгляд, участники рынка могут рассчитывать на премию не больше 30-40бп, ввиду чего мы ожидаем доходность на уровне 9.20-9.30%.

ВНЕПЛАНОВЫЙ АУКЦИОН ОФЗ

Минфин объявил, что сегодня состоится доразмещение **ОФЗ 46021** (YTM 7.01%) на 5 млрд. рублей. Мы уже отмечали, что доходности гособлигаций начали постепенно расти, поэтому результаты аукциона будут достаточно любопытны, хотя Минфин продолжает «гнуть свою линию», не предоставляя премий на аукционах и отдавая бумаги не «в рынок».

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Мираторг-1** (YTP 11.80%) была установлена новая годовая оферта с купоном 14.5% (соответствует доходности около 14.90%).

АИЖК (АЗ) не будет размещать облигации «любой ценой»

Аналитик: Михаил Галкин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Вчера руководство АИЖК провело встречу с аналитиками, от которой у нас осталось вполне благоприятное впечатление. Ниже представлены наши заметки, сделанные по итогам мероприятия:

- О главном: АИЖК не намерено торопиться с размещением рублевых облигаций, т.е. размещать их «любой ценой». В связи с этим реакция рынка на недавнее объявление конкурса на выбор организаторов 4-х новых займов общим объемом 28 млрд. руб. была, наверное, необоснованно эмоциональной. Как мы поняли в ходе беседы с представителями агентства, максимум, что грозит рынку до конца 2008 г. в части vanilla (стандартных, т.е. необеспеченных и с госгарантией) выпусков – это две эмиссии по 7 млрд. руб. НО! Если АИЖК удастся разместить выпуск еврооблигаций хотя бы на 500 млн. долл., то и этих двух рублевых выпусков рынок может не увидеть! На самом деле, мы очень оптимистичны в отношении планов АИЖК размещать евробонды. Эмитент пока слабо известен иностранным инвесторам и не имеет ни одного долларového выпуска. С мощными организаторами и масштабным роад-шоу (выпуск будет осуществлен в т.ч. по правилу 144-А, т.е. будет маркироваться в США), на наш взгляд, Агентство без труда привлечет и 1 млрд. долл. В общем, нам дали понять, что АИЖК совершенно не нравится, как ползет вверх его кривая доходности, и эмитент будет предпринимать усилия, чтобы предотвратить падение котировок, в т.ч. через управление «новым предложением»
- Стратегия в части активов: АИЖК планирует сохранить примерно 10%-ную долю на российском рынке ипотечного кредитования. В части управления рисками Агентство накапливает все больший опыт, поэтому вероятность повторения всплесков уровня просрочки, которую мы видели в течение последних 12 месяцев, невелика. Есть проекты развития «новых продуктов», в частности, выдачи платных гарантий по ипотечным бумагам российских банков, а также работы с ипотечными программами для военнослужащих и т.п. При этом доля новых продуктов в портфеле АИЖК не будет высокой. Интересно, что АИЖК отмечает снижение темпов досрочного погашения заемщиками своих ипотечных кредитов – сказываются высокая инфляция и рост процентных ставок.
- Стратегия в части пассивов: АИЖК все активнее исследует новые каналы и инструменты фондирования, в частности, уже упоминавшиеся выше еврооблигации (планируется сделать выпуск в конце 2008 г.), кредиты, секьюритизации, warehousing (продажа портфеля кредитов 1-2 иностранным банкам) и т.д. Агентство продолжает активно лоббировать расширение инвестиционной декларации для «денег молчунов», в т.ч. включение в допустимые к инвестированию инструменты облигаций АИЖК. В части собственного капитала федеральный бюджет продолжает быть регулярным источником значительных новых «инъекций»: в ближайшие недели поступят 6 млрд. руб., в 1-м полугодии 2009 г. – еще 8 млрд. руб. Соотношение «Капитал/Активы» планируется поддерживать на уровне 12-15%, что весьма консервативно с учетом высокого качества активов.

Мы не удивимся, если на фоне этих умеренно-позитивных новостей котировки облигаций АИЖК немного скорректируются вверх или по меньшей мере нащупают уровни поддержки. В целом, мы считаем их спрэды неоправданно широкими, учитывая кредитные метрики, рейтинг АИЖК, а самое главное – наличие госгарантий. На наш взгляд, главная проблема состоит в по-прежнему слабой известности и «раскрученности» АИЖК как заемщика на рынках капитала. Многие российские заемщики сопоставимого качества и калибра (Газпром, Роснефть, ВТБ) подтверждают, что емкость рынка очень велика, и при правильном подходе он может переварить большие объемы долгов с умеренными спрэдами. Кстати, следуя этой же логике, мы думаем, что знакомство иностранных инвесторов с АИЖК в ходе non-deal roadshow или в процессе маркетинга выпуска еврооблигаций может спровоцировать дополнительный интерес и к рублевым облигациям эмитента.

Мечел (NR) жестко раскритикован премьер-министром

Аналитик: Михаил Галкин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Премьер-министр В.Путин вчера жестко раскритиковал ценовую политику Мечела (NR). В результате котировки акций компании упали более чем на 30% (Источник: Reuters).

На наш взгляд, новости негативны для кредиторов компании. Во-первых, после заявления В.Путина возросли риски неблагоприятных действий регуляторов в отношении Мечела. Во-вторых, холдинг может столкнуться с трудностями в привлечении финансирования на рынках капитала. Вместе с тем, «запас прочности» у компании весьма значителен. Мечел имеет умеренную долговую нагрузку (Чистый долг/EBITDA 2.0x на начало 2008 г. без учета покупки Oriel), демонстрирует резкий рост выручки и рентабельности на фоне благоприятной динамики цен на уголь и сталь, а также располагает достаточно крупным портфелем весьма ценных горно-металлургических активов. Капитализация компании даже после вчерашнего обвала котировок составляет около 10 млрд. долл.

Мы полагаем, что реакция в малоликвидных облигациях Мечела (9.1%) будет сдержанной, но снижения котировок вряд ли удастся избежать. Вероятность того, что такой же критике подвергнутся другие российские металлургические компании, мы оцениваем как низкую.



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.