



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	YTM/YTP, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	109.39	-2.02	-1.81	GAZP' 34	104.30	-0.13	8.22	1
Нефть (Brent)	112.06	0.00	0.00	Bank of Moscow 09	-	0.02	5.32	-2
Золото	838.25	11.25	1.36	UST 10	101.63	-0.20	3.80	2
EUR/USD	1.4754	0.00	0.33	РОССИЯ 30	111.60	-0.03	5.73	1
USD/RUB	24.5961	-0.04	-0.18	Russia'30 vs UST'10	195			-1
Fed Funds Fut. Prob abr.08 (3%)	1%	0.00%		UST 10 vs UST 2	142			0
USD LIBOR 3m	2.81	0.00	0.00	Libor 3m vs UST 3m	108			0
MOSPRIME 3m	7.85	0.02	0.26	EU 10 vs EU 2	3			0
MOSPRIME o/n	7.92	0.72	10.00	EMBI Global	328.19	-1.27		-4
MIBOR, %	8.08	0.88	12.22	DJI	11 715.2	1.85		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	659.50	37.10	4.30	Russia CDS 10Y \$	158.33	-2.11		-3
Сальдо ликв.	-28.4	-10.50	58.66	Gazprom CDS 10Y \$	292.16	-1.37		-4

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

- Рублевый сектор приподнял голову
- М-Капитал выкупил 98% выпуска
- Денежный рынок: беда не приходит одна
- Корзина волатильности

Глобальные рынки

- Достучатся до небес: позитивная статистика слабо влияет на UST
- Еврооблигации: зелёная поросль в нефинансовом секторе

Корпоративные новости

- ВБД: результаты за 1 полугодие 2008г.
- Система и МТС: рейтинги повышены
- Вымпелком: рост долговой нагрузки по итогам 1 полугодия
- Возрождение: сильные финансовые показатели за 1 половину 2008 г.
- Евраз отчитался по МСФО за 1 полугодие 2008 года
- Интегра: краткий обзор финансовых результатов за 1 половину 2008 г.
- Росевробанк привлекает ICBC в качестве стратега

Новости коротко

Главные новости

- Fitch не исключает возможности понижения суверенного рейтинга России.** «Конфликт между Россией и Грузией и напряженные отношения России со многими соседними и Западными странами привнесли в регион еще один фактор риска в неподходящий момент. Fitch в настоящее время не ожидает, что эти события вызовут какие-либо рейтинговые изменения для России или других стран помимо Грузии, которая имеет «Негативный» прогноз по рейтингам. В то же время такой вариант нельзя исключить, если указанные события приведут к заметному сокращению прямых иностранных инвестиций или иному оттоку капитала, серьезным нарушениям торговой и экономической деятельности, повышению внутренней политической нестабильности или обострению других пост-советских «замороженных» конфликтов»./ Пресс-релиз Fitch

Кредитные рейтинги

- S&P повысило рейтинг российской холдинговой компании АФК «Система»** с «ВВ-» до «ВВ», прогноз — «Стабильный». Рейтинги были повышены в связи с улучшением показателей телекоммуникационных активов холдинга, более умеренной, чем ранее, финансовой политикой холдинга, существенным прогрессом в оптимизации операций и совершенствованием корпоративной структуры.

Одновременно были повышены рейтинги дочерних компаний «Системы»:

- **ОАО «Мобильные ТелеСистемы»** - с «ВВ-» до «ВВ», прогноз — «Позитивный».
- **«КОМСТАР — Объединенные ТелеСистемы»** с «ВВ-» до «ВВ», прогноз — «Позитивный».
- **ОАО «Московская городская телефонная сеть»** с «ВВ-» до «ВВ», Прогноз — «Стабильный».

Корпоративные новости

- Дочерняя компания ОАО «Энергомаш» подозревается в крупном мошенничестве. По словам начальника пресс-группы УБЭП ГУВД Москвы Филиппа Золотницкого ОАО «ГТ-ТЭЦ Энерго» в результате мошенничества с электроэнергией получило доход в размере более 56 млн рублей. / РосБизнесКонсалтинг

Экономика РФ

- **Минфин проведет очередной аукцион.** Минфин РФ проведет 2 сентября 2008 года аукцион по размещению бюджетных средств на банковские депозиты на сумму до 60 миллиардов рублей по ставке от 8,0 процента годовых, говорится в сообщении министерства. Дата внесения депозитов - 3 сентября, дата возврата денег в бюджет - 8 октября

Планы эмитентов

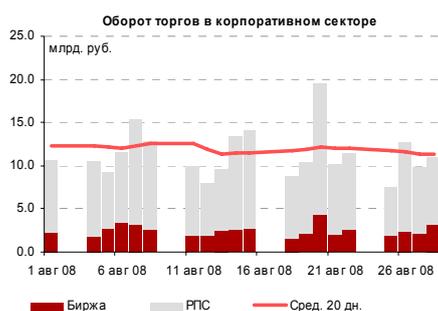
- **Москва не будет занимать.** Комитет госзаимствований Москвы до конца 2008 года не планирует проводить новые аукционы по размещению облигаций, заявил СМИ первый зампред Москомзайма Александр Коваленко. Однако комитет намерен проводить аукционы РЕПО в прежнем режиме. / Интерфакс, Финмаркет
- **Минфин** разместит 3 сентября ОФЗ-АД на 9 миллиардов рублей со сроком погашения в 2023 году и ОФЗ-ПД на 6 миллиардов рублей со сроком погашения в 2011 году. / РИА Новости
- **ОАО "Финансовая Лизинговая Компания"** планирует разместить выпуски трехлетних облигаций серий 01 объемом 2.5 млрд. руб. и серии 02 объемом 1.5 млрд руб. / Прайм-ТАСС
- **Банк «Возрождение»** планирует до конца года привлечь долгосрочный кредит на сумму \$30-50 млн. вчера сообщил начальник казначейства Андрей Шалимов. Кредит будет привлечен на срок до 10 лет в рамках двусторонней сделки с одним из международных институтов развития. / Прайм-ТАСС

Итоги размещений

- Ставка 1-го купона дебютного выпуска облигаций "Амет-финанс" составила 12,50% годовых. / РИА Новости

Внутренний рынок

Рублевый сектор приподнял голову



Вчерашний день, по сравнению с существенным снижением котировок в начале и середине недели можно считать даже удачным. Большинство бумаг рублёвого сектора измельчилось в доходности незначительно, а в некоторых фишках наблюдались покупки. Объем торгов приблизился к месячной средней, а спрэды к евробондам сузились. В целом характерная для «отскока» картина.

Второй выпуск ФСК (8.54%) на обороте в 221 млн. рублей скорректировался в доходности на 3 б.п., РЖД-8, несмотря на присутствие в «стакане» заявки на продажу объемом более полумиллиона рублей закрылся с ростом в 16 б.п. по цене – доходность снизилась на 7 б.п. до 9.32%. Газпром А4 (8.59%) побил рекорды по количеству сделок (147!) и вырос на 0.17%, потеряв 14 б.п.а доходности.

«Новичкам» повезло не так сильно: МТС-3 (8.97%) вырос в доходности на 3 б.п., ВК-Инвест-1 (9.58%) на 10 б.п. И совсем не повезло АИЖК: количество сделок и оборот были небольшими, но достаточными для поддержания доходности выше 12%. Так, АИЖК-11 закрылась по 12.13%, АИЖК-10 по 12.11%.

На удивление активные торги проходили в биржевых облигациях Автоваза. Выпуск второй и третьей серии выросли на 0.15% и 0.26% соответственно на обороте более 225 млн. рублей каждый.

Вчера также состоялось успешное размещение дебютных облигаций Ашинского металлургического завода. Выпуск был размещён полностью по нижней границе ориентира – 12.5% по купону (12.89% к оферте).

Юрий Нефёдов

М-Капитал выкупил 98% выпуска

Вчера в рамках исполнения оферты по выпуску М-Капитал-1 эмитент выкупил более 98% выпуска. По нашим данным в РПС прошло 1.48 млрд. рублей по цене 100 и кодом расчётов Т0. Данный результат по оферте не удивителен в силу того, что эмитент оставил купон на уровне 8.6%, что в текущих условиях крайне не привлекательно.

Денежный рынок: беда не приходит одна

Для денежного рынка вчера выдался тяжёлый день. Общая геополитическая напряженность не ослабла, а выплаты по налогу на прибыль только подлили «масла в огонь». В итоге, денежный рынок сейчас находится в зоне яркой нехватки ликвидности (объём РЕПО с ЦБ достиг вчера 167 млрд. рублей). Вчера ставки Mosprime очень близки к локальным максимумам, достигнутым в начале августа во время активной фазы конфликта в Южной Осетии.

Сегодня в утреннюю сессию банки успели занять по РЕПО 163 млн. рублей. Однодневные Ставки колеблются в диапазоне 7-7.5%.

В случае самого затяжного кризиса в сентябре 2007 года нехватка была стабильно большой, и объём сделок РЕПО с ЦБ в течение 46 дней превышал 10 млрд. рублей, сегодня же мы впервые наблюдаем, как периоды недостатка ликвидности следуют друг за другом с очень коротким интервалом, делая ставки еще более волатильными.

На этот раз причина не общемировая напряженность на финансовых рынках, как это было во время разгара кризиса, а рост политических рисков, стимулирующих вывод капитала. На фоне динамики волатильности LIBOR в долларах и фунтах ситуация на российском денежном рынке выглядит наиболее ярко (см. графики).

Очередным свидетельством продолжения роста стоимости ресурсов ликвидности стал вчерашний аукцион по размещению средств ЖКХ на депозитах банков (подробнее см. наш вчерашний спецкомментарий «Аукционы ЖКХ: новая реальность»). По итогам аукциона банки заняли средства под 10.95% на три месяца (+310 б.п. к Mosprime 3м) и 12.37% на год.

Мы считаем, что наблюдаемые тенденции носят опасный характер, и окончание периода налоговых выплат не означает снижения ставок денежного рынка. Следует учитывать, что в сентябре банкам предстоит вернуть Минфину более 166 млрд. рублей привлеченных в форме депозитов в августе. Пик возврата приходится на середину месяца – таким образом, мы полагаем, что для сентября высокий уровень ставок денежного рынка станет привычным.

Корзина волатильности

Всю неделю курс бивалютной корзины выписывал волатильные этюды. По итогам вчерашних торгов курс достиг уровня 29.85 руб. Переход курса из диапазона 29.31-29.38 в существующий коридор колебаний 29.6-29.85 рублей связан с началом событий в Южной Осетии и оттоком капитала из страны.

Итак, большинство рыночных индексов сегодня однозначно указывает на то, что причиной наблюдаемых бед на рынке облигаций и денежном рынке являются опасения инвесторов на фоне нестабильной внешнеполитической конъюнктуры.

Исходя из того, что мы не в силах предположить как, когда и чем закончится период политической напряженности, можно только предположить, что в случае дальнейшего ухудшения отношений РФ и Запада ставки внутри страны продолжат расти пропорционально степени закрытости внешних ресурсов финансирования.

Юрий Нефёдов

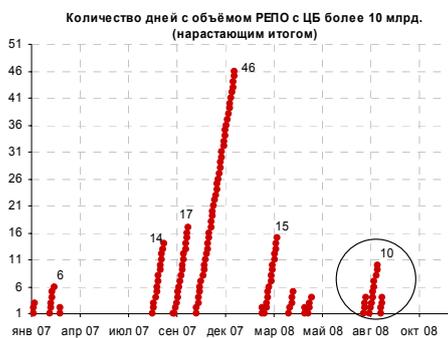
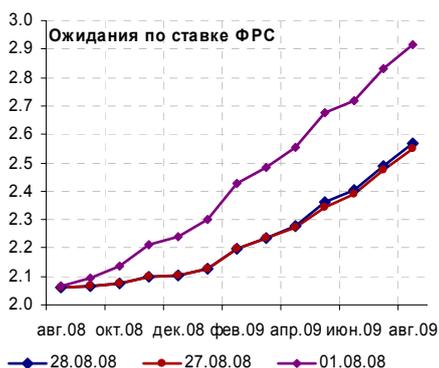


График возврата средств Минфина

Дата аукциона	Дата возврата	Объём (млн.)
05.08.08	03.09.08	10 000
12.08.08	10.09.08	119 000
19.08.08	17.09.08	16 200
26.08.08	24.09.08	21 100
	Итого	166 300



Глобальные рынки



Достучаться до небес: позитивная статистика слабо влияет на UST

Неожиданно хорошими данными одарил вчера рынки отчет по ВВП США. Согласно второй предварительной оценке ВВП вырос на 3.3% в квартальном и 2.2% в годовом исчислении по сравнению с 1.9% и 2.5% кварталом ранее. Таким образом, если окончательные данные по ВВП подтвердят предварительную оценку, то мы станем свидетелями квартального ускорения на фоне годового падения темпов ВВП США.

Безусловно, неожиданно высокий показатель роста экономики во втором квартале вместе с умеренными данными по инфляции (+1.2% ценовой индекс ВВП, против 1.1% в первом квартале) должен был привести к более значительному, чем мы наблюдали росту доходности кривой UST и усилению ожиданий по росту ставки. Тем не менее, по итогам дня кривая UST сместилась вверх на 2 б.п. на сроке 5 и 10 лет и на 6 б.п. на сроке 2 года. Ожидания по ставке, рассчитываемые по фьючерсам на ставку Fed Funds за день практически не изменились.

Определенное давление на котировки базовых активов оказывал рост цен на нефть на фоне опасений, связанных со штормом Густав, который движется к Мексиканскому заливу.

Вчера состоялся аукцион по размещению пятилетних облигаций казначейства. Значительный объем средств \$22 млрд. был размещен с отношением спрос/предложение всего 2.14, тогда как в июле показатель составлял 2.46 при сопоставимом объеме предложения, а скользящая средняя составляет 2.32. **Снижение спроса на UST в условиях, когда дополнительные средства нужны казначейству – достаточно серьезный сигнал.**

О том, что средства понадобятся даже в случае отмены плана спасения Freddie Mac и Fannie Mae говорит тот факт, что федеральное агентство по страхованию вкладов (FDIC) на днях обратилось за кредитами в связи с тем, что существующих резервов может не хватить в случае волны банкротств банков США. Возможность массового банкротства существует, так как по данным последнего отчета FDIC количество «проблемных» банков выросло до 117 с 90.

Еврооблигации: зелёная поросль в нефинансовом секторе



На фоне позитивных статданных из США спрос на активы EM вырос. Однако суверенные облигации России показали слабую динамику. Russia'30 (5.72%) снизилась на 0.03%, +1 б.п. в доходности. Суверенный спрэд сузился до 192 б.п. Отметим, что до сих пор, даже на фоне эскалации конфликта с Западом суверенный спрэд РФ не достиг 200 б.п., достигнутых во время второй волны кредитного кризиса в марте с.г.

В корпоративном секторе спросом пользовались некоторые выпуски сырьевого сектора: GAZP' 12€ (90.88% / 0.18% / 7.102% / -5 bp), TNK-BP' 18 (90.49% / 0.69% / 9.408% / -11 bp). Позитивно торговались бумаги Системы и дочки, на фоне повышения рейтинга: Sistema' 11 (101.26% / 0.25% / 8.281% / -12 bp), MTS' 12 (99.71% / 0.07% / 8.096% / -2 bp). Хорошо показала себя кривая Вымпелкома: VIP' 16 (93.76% / 0.43% / 9.4% / -8 bp), VIP' 10 (100.95% / 0.13% / 7.287% / -10 bp) Однако в целом нефинансовый сектор показывал смешанную динамику, но продажи не носили агрессивный характер.

В финансовом секторе наблюдалось преобладание красного цвета, но также ценовые изменения далеки от обвальных: RSHB' 10 (100.44% / -0.07% / 6.654% / 3 bp), VTB' 08 (100.76% / -0.01% / 4.001% / 0 bp), Nomos' 10 (98.18% / -0.05% / 9.582% / 4 bp).

Юрий Нефёдов

Корпоративные новости

ВБД: результаты за 1 полугодие 2008г.

Компания ВБД вчера опубликовала финансовые результаты по итогам 2 полугодия 2008г. (US GAAP). Несмотря на небольшое снижение валовой маржи, эмитент по-прежнему демонстрирует стабильные результаты и обладает хорошими кредитными метриками:

- Выручка компании увеличилась на 30% и достигла \$ 1492 млн. Выручка в молочном сегменте выросла на 29%, что в основном обусловлено ростом средней цены реализации, вызванным ростом себестоимости, в то время как объемы продаж снизились на 6% (по нашим оценкам).

- Замедлился темп роста и в сегменте напитков: во 2-м квартале выручка выросла на 19% против 26% в 1-м квартале. Основным драйвером роста продаж стал наиболее прибыльный сегмент Детское питание, где объем продаж увеличился на 65.1%.

- Валовая рентабельность снизилась с 32.9 до 31.5%, что объясняется снижением рентабельности в молочном сегменте (из-за роста цен на сырое молоко на 62% по сравнению с прошлым годом) и снижением рентабельности в сегменте напитков из роста цен на яблочный концентрат (на 92%).

- Доля расходов S&D к выручке не изменилась и составила 16.2 %, в то время как доля G&A к выручке снизилась с 7.5 до 6.5 %.

- Несмотря на снижение валовой маржи, рентабельность EBITDA даже немного увеличилась – 12.4% против 12.4% в первом квартале 2008г.

- Объем долга в абсолютном выражении немного снизился до \$670 млн по сравнению с концом предыдущего квартала, когда он составлял \$730 млн. Компания рефинансировала погашенные выпуски евробондов объемом \$300 млн. В мае ВБД объявляла о готовящемся синдицированном кредите объемом \$250 млн.

- Долг/EBITDA, по нашим оценкам, остается на уровне 1.8X. Из объявленной на 2008г. инвестпрограммы, ВБД уже израсходовал \$112 млн, мы ожидаем что капзатраты на вторую половину года составят примерно такую же сумму. Поскольку компания может профинансировать весь объем инвестиций с помощью своих собственных средств, мы ожидаем, что по итогам года объем долга как минимум не вырастет, а возможные новые займы будут использованы только для рефинансирования долга.

Резюме

В целом результаты ВБД за второй квартал нейтральны для держателей бондов компании. Мы ожидаем скорого апдейта рейтингов ВБД, поскольку в последний раз агентства пересматривали рейтинги ВБД год назад. Маловероятно, что рейтинги ВБД будут повышены, поскольку основным драйвером для апгрейда является рентабельность, а ВБД пока не показал в этом смысле существенного прогресса.

Рекомендации

Евробонды ВБД были погашены в мае этого года, а наиболее ликвидный рублевый выпуск ВБД-3 до сих пор торговался на неадекватно низких уровнях (8.6%). Сейчас бумага заморожена, после ее выхода на вторичные торги мы ожидаем роста доходности как минимум на 100-150 б.п.

*Сабина Мухамеджанова
Анастасия Михарская*

Основные финансовые показатели ВБД, US GAAP, \$ млн.

Показатель	2006	2007	6М 2008	2008П
Выручка	1 762.1	2 438.3	1 492.1	2 934.0
Валовая прибыль	568.0	783.4	470.4	991.7
ЕБИТДА	218.0	300.5	183.8	395.0
Активы	1 175.9	1 533.1	1 837.6	1 693.6
СК	497.5	673.1	785.3	865.3
Долг	406.8	539.4	668.3	828.3
Долгоср. долг/ Долг	69%	26%	61%	53%
Валовая рент-ть	32.2%	32.1%	31.5%	34%
Рент-ть по EBITDA	12.4%	12.3%	12.3%	13.5%
Долг/ЕБИТДА	1.9	1.8	1.8	2.1
ЕБИТДА/Проценты	14.1	17.8	15.6	10.2
Долг/Активы	34.6%	35.2%	36.4%	55.2%
Долг/Выручка	23.1%	22.1%	22.4%	28.2%

Источники: данные компании, оценки и прогнозы Банка Москвы

Система и МТС: рейтинги повышены

Сегодня агентство S&P повысило кредитные рейтинги холдинга АФК «Система» с «ВВ-» до «ВВ». Рейтинги дочерних компаний, в частности МТС, также были повышены на одну ступень с «ВВ-» до «ВВ». Прогноз по рейтингам МТС остается позитивным. Таким образом, теоретически МТС может рассчитывать на получения более высокого рейтинга чем у Системы.

Насколько мы понимаем, апгрейд во многом обусловлен именно отличными результатами МТС, продемонстрированными сотовым оператором в этом и прошлом году. Агентство также отмечает более консервативную финансовую политику холдинга. В свою очередь повышение рейтингов дочерних компаний связано с повышением рейтинга холдинга.

Рекомендации

Рублевые облигации Системы выглядят неоправданно дорого (8.84%), а вот евробонд Система'11 смотрится привлекательно, поскольку торгуется со огромным спрэдом к кривой МТС и Вымплекома (почти в 100 б.п.).

Наши рекомендации относительно бондов МТС опубликованы в обзоре, представленном ниже и посвященном отчетности Вымпелкома. Вообще же стоит отметить, что сектор телекоммуникаций в меньшей степени пострадал от событий последнее времени.

Анастасия Михарская

Вымпелком: рост долговой нагрузки по итогам 1 полугодия

Вслед за недавно отчитавшейся МТС, Вымпелком вчера также подвел итоги первого полугодия 2008г. Мы не будем вдаваться в подробности результатов именно второго квартала, а рассмотрим итоги всего полугодия.

Основные моменты отчетности

- Чистая выручка по итогам полугодия увеличилась на 47% год к году до \$5015 млн.;
- ARPU вырос с \$13.2 по итогам первого квартала до \$14.7 по итогам полугодия;
- EBITDA вырос на 41.2 % до \$2349 млн.;
- Рентабельность по EBITDA снизилась на 2.1 п.п. до 49.8%;
- Объем чистого долга вырос на 130% до \$2184 млн.;
- Отношение Долг/EBITDA в годовом выражении составил 0.6X против 0.8X в 2007 г.;
- В качестве существенного плюса можно отметить рост доли долгосрочного долга с 32% в начале года до 84% по итогам полугодия.

Основным негативным фактором с точки зрения кредитного качества, безусловно, стал существенный рост долга, который, впрочем, не стал ни для кого сюрпризом – в апреле компания разместила евробонды на сумму \$3.5 млрд, что вызвало соответствующий рост долговой нагрузки. Напомним, что помимо евробондов Вымпелком также разместил выпуск рублевых облигаций объемом 10 млрд руб. (+\$406 млн), которые, впрочем, будут направлены на рефинансирование короткого долга и не вызовут дальнейший рост долга. По нашим оценкам соотношение Долг/EBITDA останется на уровне менее 2X по итогам года, а значит, что вероятность снижения рейтингов компании в результате роста долговой нагрузки невысока.

Рекомендации

После пересмотра рейтингов МТС агентством S&P сегодня утром, рейтинги Вымпелкома выше чем у МТС(BB/Ba3) ровно на одну ступень чем у Вымпелкома (BB+/Ba2).

Давление на котировки евробондов вследствие большого объема первичного предложения вызвало рост кривой доходности Вымпелкома. Сейчас еврооблигации МТС и Вымпелкома торгуются на одной кривой и, несмотря на объективно негативную информацию бумаги Вымпелкома в большей степени подверглись переоценке, чем облигации МТС. Выпуск Вымпелком'10 выглядит наиболее привлекательной бумагой на кривой телекома.

Рублевые облигации МТС (9.2% при дюрации 1.55 года) торгуются значительно ниже кривой доходности. Мы считаем выпуск МТС переоцененным, что касается выпуска Вымпелкома (9.5% при дюрации 1.2 года), то в связи продолжающейся переоценкой рублевого долга доходность бумаги может уйти еще выше.

Анастасия Михарская

Финансовые показатели Вымпелкома, US GAAP, \$ млн.

	H1 2007	H1 2008	Изменение
Выручка	3 205.2	4 718.6	47.2%
EBITDA	1 663.0	2 348.6	41.2%
Рент-ть EBITDA	51.9%	49.8%	-2.1%
	2007	H1 2008	
Активы	10 443.3	17 708.9	69.6%
Долг	4 032.8	7 750.9	92%
Чистый долг	2 947.5	6 772.1	130%
СК	5 461.1	6 062.4	11%
Долг/Выручка*	55.7%	72.8%	
Долг/EBITDA*	1.1	1.5	
EBITDA/%	21.3	14.6	
Долг/Активы	38.6%	43.8%	
Долгоср. долг, %	31.7%	83.9%	
Долг/СК	0.74	1.28	

Источники: Вымпелком, оценки Банка Москвы

* данные по итогам 1 полугодия 2008г. приведены к годовому выражению

Показатели Вымпелкома и МТС по итогам 1 полугодия 2008г., US GAAP, \$ млн.

	МТС	Вымпелком
Выручка	5 014.7	4 718.6
EBITDA	2 524.9	2 348.6
Активы	12 102.3	17 708.9
Долг	3 312.1	7 750.9
Чистый долг	2 148.4	6 772.1
СК	5 247.0	6 062.4
Рент-ть EBITDA	50.4%	49.8%
Долг/Выручка*	29.7%	72.8%
Долг/EBITDA*	0.6	1.5
EBITDA/%	47.8	14.6
Долг/Активы	27.4%	43.8%
Долгоср. долг, %	81.1%	83.9%
Долг/СК	0.63	1.28

Источники: Вымпелком, оценки Банка Москвы

* данные по итогам 1 полугодия 2008г. приведены к годовому выражению

Возрождение: сильные финансовые показатели за 1 половину 2008 г.

Вчера Банк Возрождение (ВВ-/Ваз/-) опубликовал сильные финансовые результаты за 1П 2008 г. по МСФО.

Мы обратили внимание на рост чистой прибыли на 130% год-к-году, что позитивным образом сказалось на показателях ROAA и ROAE, которые за год подтянулись с 1.6% и 16.7% до 2.6% и 24.6% соответственно. Операционные доходы, в том числе чистые процентные доходы Возрождения в 1.5-2 раза опередили рост активов и кредитного портфеля. Это привело к укреплению такого важного показателя, как Net Interest Margin (6.3%), что выше как уровня 1П 2007 г., так и в целом 2007 г.

Кроме этого банк показал хороший контроль над административными и операционными расходами, которые выросли всего на 30 % к уровню прошлого года. Показатель Cost/Income (с учетом резерва под обесценение) снизился до рекордного за последние 5 лет уровня (всего 62.1%). К примеру, в середине 2007 г. он достигал 74.4%.

Основным драйвером роста активов (+43% год-к-году) стал кредитный портфель (+32%), который принес банку более 20 млрд рублей новых кредитов. Приятно радует статистика кредитного портфеля: больше всего выросли кредиты крупным корпоративным клиентам и населению, рост год к году составил 70 % и 45.5 % соответственно. Качество кредитного портфеля немного ухудшилось по сравнению с началом этого года: просроченные кредиты составили 2.3 % от кредитного портфеля (1.9% в начале 2008 г.). Но, справедливости ради заметим, что как уровень просрочки, так и полностью покрывающего его резерва крайне невелики по сравнению с рынком в целом. Доля розничных кредитов в портфеле банка составила по итогам 1 полугодия 2008 г. немногим более 20%.

Мы всегда говорили о том, что нам нравится структура источников финансирования деятельности Возрождения, имеющая невысокую привязку к международным рынкам капитала. Около 85% всей базы фондирования представлена клиентскими счетами, причем на депозиты и счета физлиц приходится более половины всей ресурсной базы. С одной стороны, рост ставок по депозитам может давить на Net Interest Margin в условиях конкуренции за ресурсы, с другой стороны, этот источник финансирования считает относительно стабильным, что особенно важно сейчас – в условиях кризиса ликвидности.

В ходе телеконференции с аналитиками, руководство банка подтвердило ранее озвученный прогноз динамики основных показателей банка по итогам 2008г., их рост должен составить 25-30 %.

На долговом присутствует всего один выпуск Банка Возрождение (10.61% к погашению через 1.5 года). В текущих рыночных условиях его доходность кажется нам неинтересной. Например, облигации квазигосударственного Транскредитбанка при схожей дюрации предлагают столько же, а уж предложения от Банка Реннесанс Капитал, Хоум Кредит и УРСА-Банка при сопоставимых рейтингах выглядят намного интереснее.

Леонид Игнатьев

Таблица. Ключевые финансовые результаты Банка Возрождение по МСФО

млн рублей (МСФО)	2003	2004	2005	2006	2007	1П 2008	1П 2007	1П 08/07
Чистый процентный доход	н.д.	1 587	1 864	3 091	4 685	3 215	1 976	63%
Доход от торговых операций	н.д.	141	284	140	405	258	148	74%
Операционные доходы	н.д.	2 748	3 744	5 359	8 262	5 395	3 459	56%
Операционные расходы	н.д.	(2 258)	(3 037)	(4 243)	(5 732)	(3 351)	(2 572)	30%
Чистая прибыль	н.д.	461	544	801	1 904	1 559	674	131%
Денежные средства	5 464	3 964	8 478	6 105	13 233	14 090	5 051	179%
Кредиты банкам	413	523	3 078	5 732	7 236	9 779	5 925	65%
Портфель ценных бумаг	413	523	2 342	4 236	6 702	8 058	5 190	55%
Кредитный портфель, нетто	16 753	22 055	30 774	52 426	78 149	93 449	71 053	32%
Средства кредитных организаций	93	323	113	418	4 845	3 241	1 964	65%
Депозиты физических лиц	14 965	15 464	26 612	37 785	49 796	54 262	42 387	28%
Средства корпоративных клиентов	7 500	8 950	13 500	22 889	31 816	46 623	26 996	73%
Долговые ценные бумаги	877	2 187	4 131	4 087	9 653	7 684	7 111	8%
Собственный капитал	2 160	2 598	3 273	5 509	11 890	13 433	10 660	26%
Активы	26 710	30 621	49 109	73 426	111 404	132 319	92 806	43%
ROAE, %	н.д.	19.4%	18.5%	18.2%	21.9%	24.6%	16.7%	
ROAA, %	н.д.	1.6%	1.4%	1.3%	2.1%	2.6%	1.6%	
Cost/income ratio, %	н.д.	82.2%	81.1%	79.2%	69.4%	62.1%	74.4%	
Net interest margin, %	н.д.	7.8%	6.3%	6.3%	6.1%	6.3%	5.5%	
Норма резервирования по кредитам, %	6.0%	6.2%	5.0%	3.6%	3.5%	3.3%	н.д.	
Просроченные кредиты, %	3.0%	3.3%	1.4%	1.7%	1.9%	2.3%	н.д.	
Total capital adequacy ratio, %	н.д.	11.8%	10.6%	11.0%	12.9%	н.д.	н.д.	
Собственный капитал/Активы, %	8.1%	8.5%	6.7%	7.5%	10.7%	10.2%	11.5%	

Источники: данные банка, оценки Банка Москвы

Евраз отчитался по МСФО за 1 полугодие 2008 года

Металлургический холдинг Евраз (BB-/Ba2/BB) первым из металлургических и угледобывающих компаний отчитался по МСФО за 1 полугодие 2008 г. Мы находим результаты работы компании за период нейтральными для ее кредитного качества. С одной стороны, выручка холдинга за полгода выросла значительно и составила почти \$11млрд? хлј сопоставимо с показателем целого 2007 г. С другой стороны, принимая в расчет улучшившуюся конъюнктуру на мировом рынке стали, мы, если честно ожидали увидеть больший рост показателя EBITDA margin: за 6 месяцев 2008 г. он вырос всего на 2 п.п. до 35%.

За анализируемый период долг в абсолютном выражении вырос более чем на 2/3 до \$10.2 млрд, отражая привлечение финансирования на M&A сделки, в том числе 2 выпуска еврооблигаций на сумму на \$2 млрд. Однако опережающий рост денежного потока полностью скомпенсировал этот рост, поэтому показатель Долг/EBITDA аннуализированный снизился с 1.6x до 1.4x, что пока отводит в сторону риски снижения рейтинга от Moody's, который из-за M&A сделок Евраза присвоил весной 2008 г. «Негативный» прогноз по рейтингу компании.

Мы считаем, что финансы не окажут никакого влияние на котировки еврооблигаций Евраза. На наш взгляд, эти бумаги неинтересны для покупки. При этом мы вновь обращаем внимание, что выпуски Severstal 2013 (9.76%) и Severstal 2014 (9.91%) торгуются примерно на 40 бп выше кривой Евраза, хотя фундаментальных оснований этому мы не видим.

Оценивая кредитоспособность Евраза, мы считаем, что ключевым фактором переоценки его кредитного риска являются M&A аппетиты, в частности прояснение деталей и вообще вероятности сделки по слиянию с Индустриальным Союзом Донбасса, нежели претензии ФАС и финансовые показатели. Мы выражаем мнение, что учитывая обострение отношений России и Украины, вероятность объединения с ИСД несколько снижается.

Леонид Игнатьев

Таблица. Ключевые финансовые результаты Евраза по МСФО

\$ млн	2003	2004	2005	2006	2007	1П 2008
Выручка	2 133	5 925	6 508	8 292	12 808	10 726
EBITDA	478	2 004	1 827	2 601	4 221	3 752
EBIT	338	1 831	1 582	2 298	3 523	3 174
Чистая прибыль	208	1 084	918	1 377	2 144	2 091
Совокупный долг	578	1 313	2 350	2 596	6 611	10 231
Чистый долг	383	1 021	1 709	1 754	6 284	9 343
Собственный капитал	397	1 542	2 708	4 066	5 986	7 607
Всего активы	2 151	4 034	6 754	8 510	16 380	24 234
OCF	14	773	1 307	1 550	1 946	2 347
EBITDA margin (%)	22.4%	33.8%	28.1%	31.4%	33.0%	35.0%
Чистая рентабельность (%)	9.7%	18.3%	14.1%	16.6%	16.7%	19.5%
EBITDA/проценты (x)	10.4	21.3	14.4	12.9	11.5	134.3
Долг/EBITDA (x)	1.2	0.7	1.3	1.0	1.6	1.4
Чистый долг/EBITDA (x)	0.8	0.5	0.9	0.7	1.5	1.2
Долг/Активы (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Долг/Собственный капитал (x)	1.5	0.9	0.9	0.6	1.1	1.3
Долгосрочный долг/ Долг (%)	61%	60%	64%	71%	70%	62%

Источники: данные банка, оценки Банка Москвы

Интегра: краткий обзор финансовых результатов за 1 половину 2008 г.

Среди отчитавшихся вчера по МСФО компаний была и нефтесервисная компания Интегра, которая за 1 полугодие 2008 г. увеличила свою выручку на 61% до \$785 млн., при этом показатели долговой нагрузки и рентабельности по EBITDA в сравнении как с 1П 2008 г., так и целиком 2007 г. остались неизменными. Соотношение Долг/EBITDA компании близко к 2.5х, а EBITDA margin находится в районе 15%. На уровне чистой прибыли компания остается убыточной.

Выпуски Интегра-1 (12.8%) и Интегра-2 (12.3%) мы считаем неинтересными для покупки, учитывая кредитный профиль компании и усиливающуюся конкуренцию в сегменте, в том числе с крупными мировыми majors.

Леонид Игнатьев

Росевробанк привлекает ICBC в качестве стратега

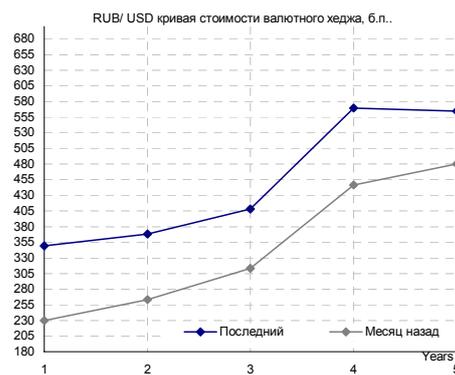
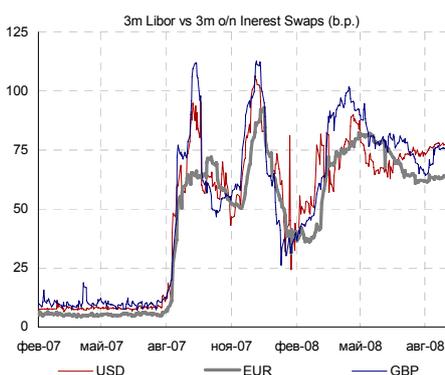
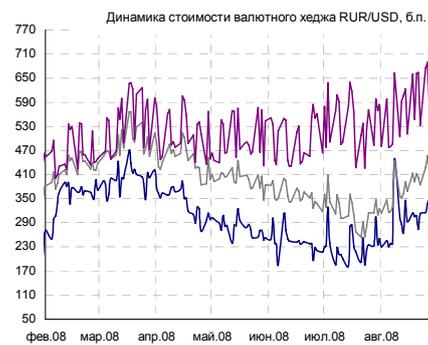
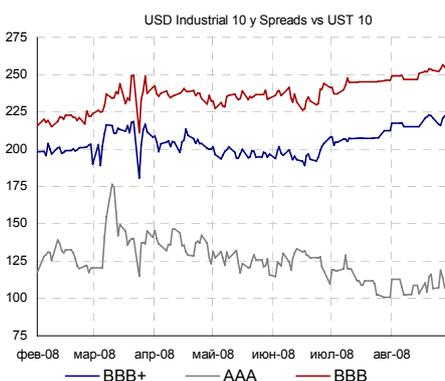
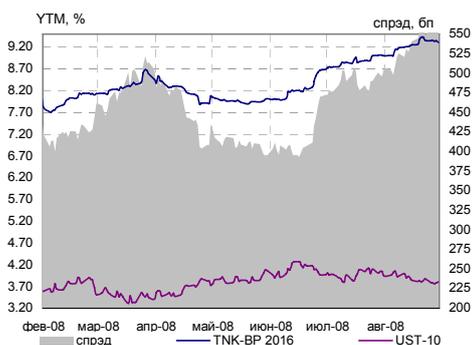
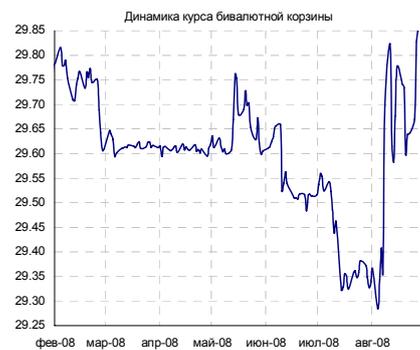
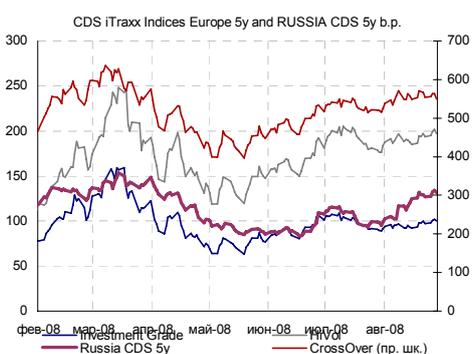
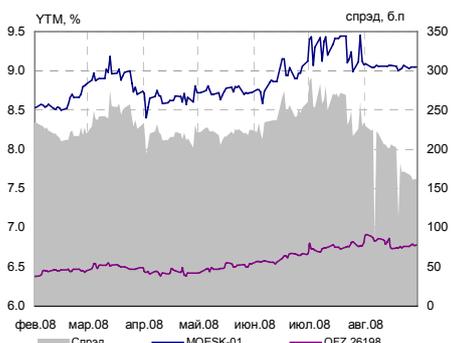
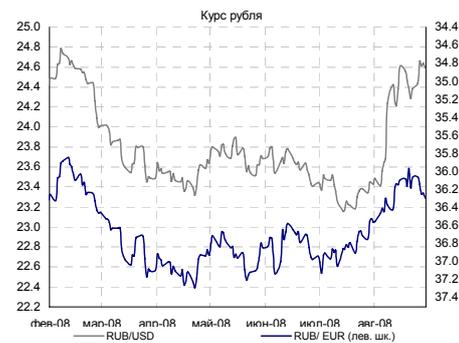
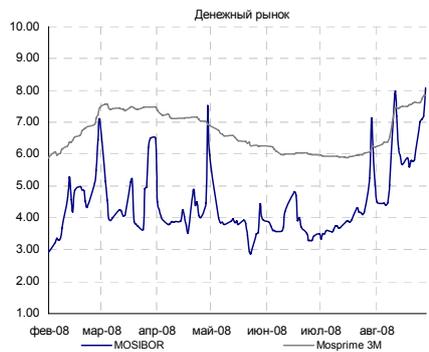
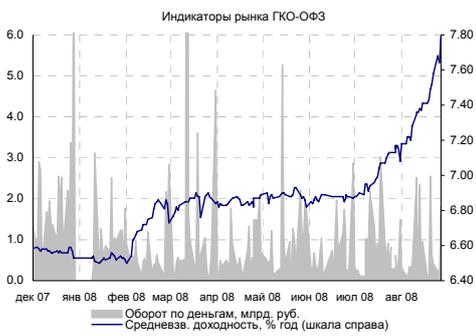
100% Росевробанка (B1) приобретает крупнейший банк Китая — Industrial and Commercial Bank of China (A-/A1/A) - источник: Коммерсантъ. Сумма сделки составит \$ 800-850 млн, то есть при капитале в \$ 230 млн на конец 1-го квартала 2008г P/BV по сделке составил 3.6х.

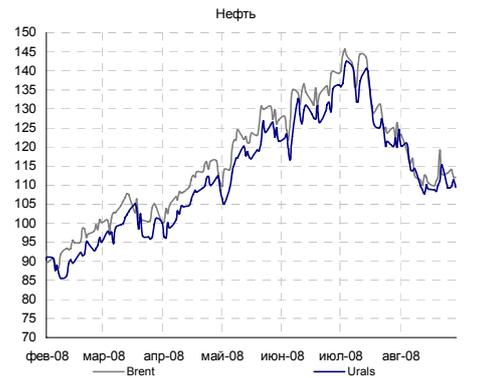
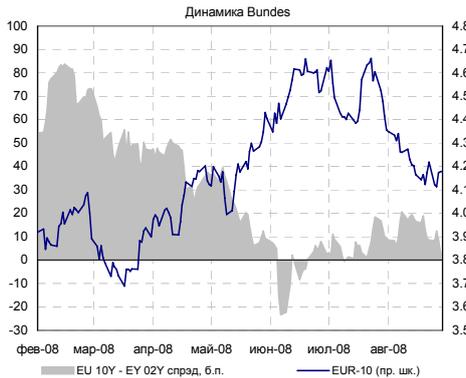
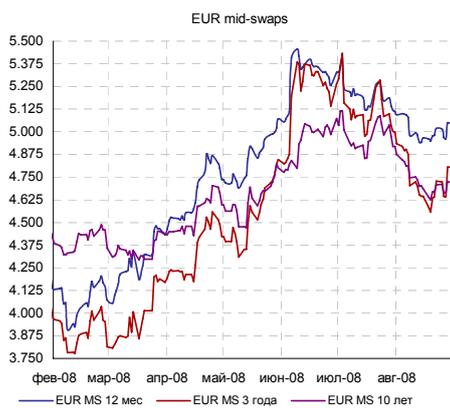
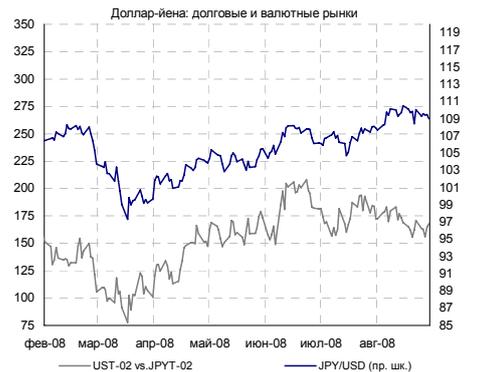
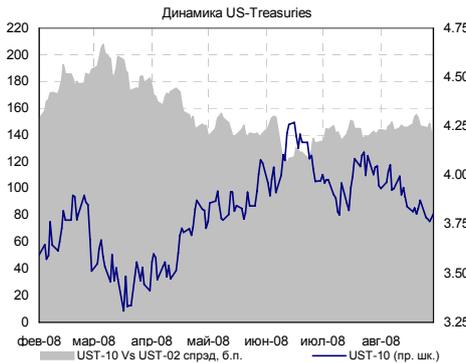
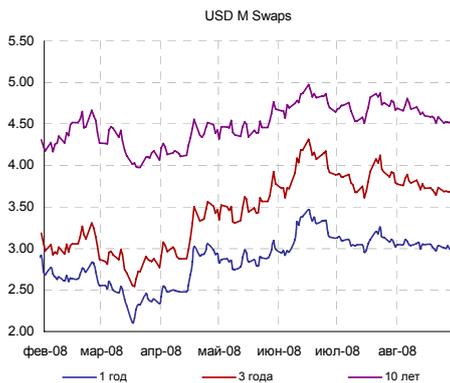
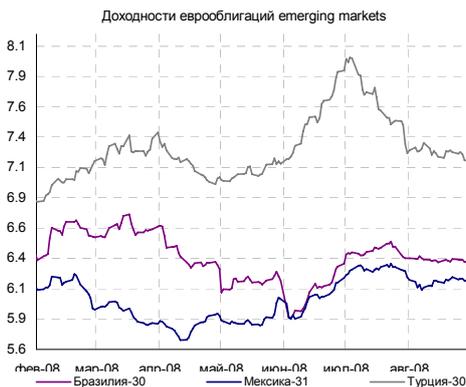
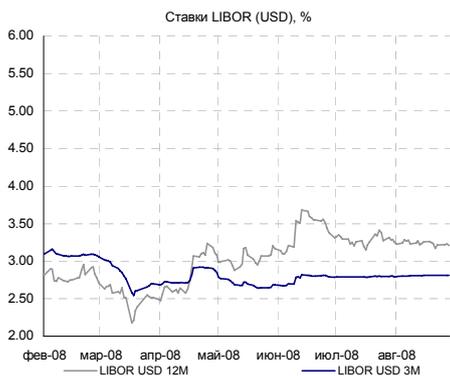
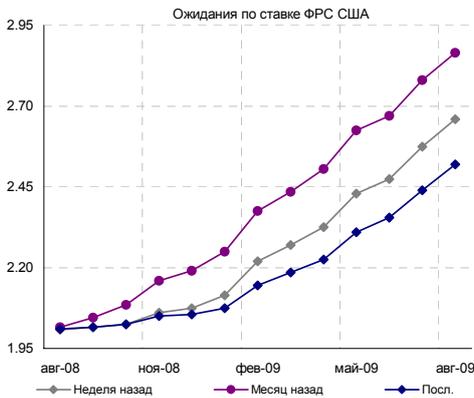
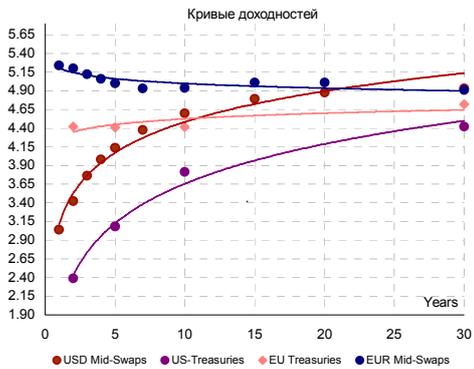
Мы обратили внимание на эту новость, чтобы в очередной раз показать тенденцию сохранения аппетита крупных иностранных банков к активам в России, что фундаментально должно вселять оптимизм держателям облигационного долга банков из первой сотни крупнейших кредитных организаций, которые имеют сколько-нибудь развитую филиальную сеть и относительно открыты для инвесторов (публикуемая отчетность по МСФО, кредитная история, сильные позиции в определенном сегменте и/или регионе).

Нас несколько удивляет столь высокий мультипликатор P/BV готовящейся сделки, он значительно выше прежней стратегической покупки иностранными банками их российских коллег. Активы Росевробанка составляют почти \$2 млрд, сеть точек продаж состоит из 12 отделений в Москве, а также 26 региональных офисов. Ценовые параметры сделки по продаже среднего российского банка со скромной филиальной сетью и присутствием в наиболее перспективных сегментах бизнеса и близко не соответствуют текущим ценовым ориентирам крупнейших российских банков, даже с учетом 30-50% премии за контроль по сделкам со стратегическими инвесторами.

Мы не ожидаем реакции на новость в коротком CLN Rosevrobank 2008, погашаемом в октябре 2008 г., учитывая его крайне низкую ликвидность

Леонид Игнатьев, Дмитрий Хамракулов





Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ

04.09.08 Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

16.09.08 Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
20.08.08	Хортекс-Финанс, 1	1 000	5 лет	-	-
21.08.08	Новые горизонты, 2	100	1 год	-	-
26.08.08	Связьбанк, 2	3 000	3 года	-	-
28.08.08	Ашинский завод (АМЕТ ФИНАНС), 1	2 000	5 лет	12.5 - 13	0.50

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
01.09.2008	МИК-01	500	Оферта	-	500
01.09.2008	Удмнефтпр	1 500	Погаш.	-	1 500
02.09.2008	Белгркор-1	700	Оферта	100	700
02.09.2008	КБРенКап-1	2 000	Оферта	100	2 000
02.09.2008	МИАН-Дев-1	2 000	Оферта	100	2 000
02.09.2008	СЗЛК-Фин-1	1 000	Оферта	100	1 000
02.09.2008	ЦентрТел-5	3 000	Оферта	100	3 000

*дата исполнения может отличаться от даты оферты и зависит от условий эмиссионных документов

** с учётом прошедших амортизаций

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
14.08.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	июл.08	0.4%	1.1%	0.8%
14.08.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	июл.08	0.2%	0.3%	0.3%
20.08.08	Количество новых обращений по безработице	авг.08	440.0	450.0	432.0
20.08.08	Индекс опережающих индикаторов	июл.08	-0.2%	-0.1%	-0.7
25.08.08	Продажи на вторичном рынке жилья	июл.08	4 900.0	4 860.0	5 000.0
26.08.08	Индекс потребительской уверенности (Consumer confidence index)	авг.08	53.0	51.9	56.9
26.08.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	июл.08	530	530	515
27.08.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	июл.08	0.0%	0.8%	1.3%
28.08.08	Предварительная оценка ВВП (preliminary)	2 кв. 2008	2.6%	1.9%	3.1%
29.08.08	Индекс потребительских расходов (PCE core)	июл.08	0.3%	0.3%	
02.09.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	авг.08			
04.09.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	авг.08			
05.09.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	авг.08			
05.09.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе (Non-farm payrolls)	авг.08			

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.