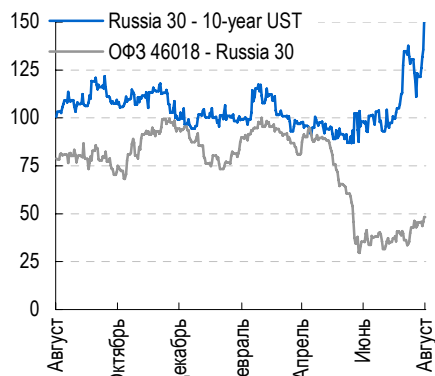
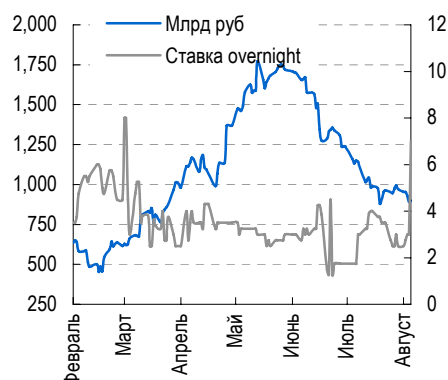


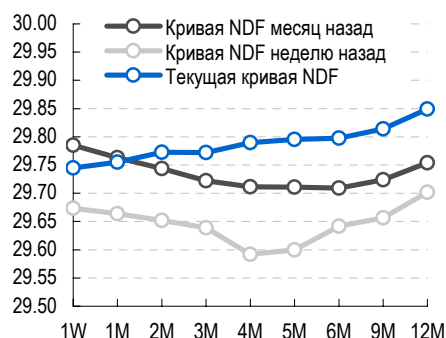
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

16 авг	Размещение руб.обл. БананаМама-2
20 авг	Уплата НДС
20 авг	Индекс ведущих индикаторов в США
24 авг	Цифры по первичному рынку жилья
27 авг	Уплата акцизов, НДС
27 авг	Цифры по вторичному рынку жилья
28 авг	Уплата налога на прибыль
31 авг	Платежи за пользование недрами

Рынок еврооблигаций

- «Бегство к качеству» продолжается. Спрэд **RUSSIA 30** расширился до рекордных за 2 года значений. Поводов для оптимизма пока нет. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Ценовые уровни начинают выглядеть привлекательно, но с покупками пока лучше повременить. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-)** под давлением регуляторов принял решение об отмене ежемесячных комиссий по всем кредитным продуктам, а также о реструктуризации просроченных кредитов без взимания штрафов и неустоек. Кроме того, ЦБ и Роспотребнадзору предложено установить контроль над банком. **Мы не воспринимаем эти новости как однозначно негативные** (стр.3).
- Трансфин-М (NR):** производная от риска РЖД за 11%. Комментарий к размещению (стр. 4).
- Вкратце: ГидроОГК (Ваа3) опубликовала сильные результаты по МСФО за 2006 г.** На наш взгляд, спрэды облигаций ГидроОГК не очень чувствительны к финансовым результатам, тем более при текущей негативной рыночной конъюнктуре.
- Вкратце: Fitch подтвердило рейтинг России на уровне ВВВ+/Стабильный.**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.66	-0.07	-0.39	-0.04
EMBI+ Spread, бп	251	+29	+79	+82
EMBI+ Russia Spread, бп	152	+19	+51	+56
Russia 30 Yield, %	6.18	+0.10	+0.13	+0.53
ОФЗ 46018 Yield, %	6.66	+0.12	+0.24	+0.14
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	450.8	+51.0	+2.7	-215.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	448.5	-43.4	-253.4	+333.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	5.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.33	+2.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.70	+0.04	-0.10	+0.02
Нефть (брент), USD/барр.	69.8	-1.8	-5.7	+9.1
Индекс РТС	1820	-67	-235	-90

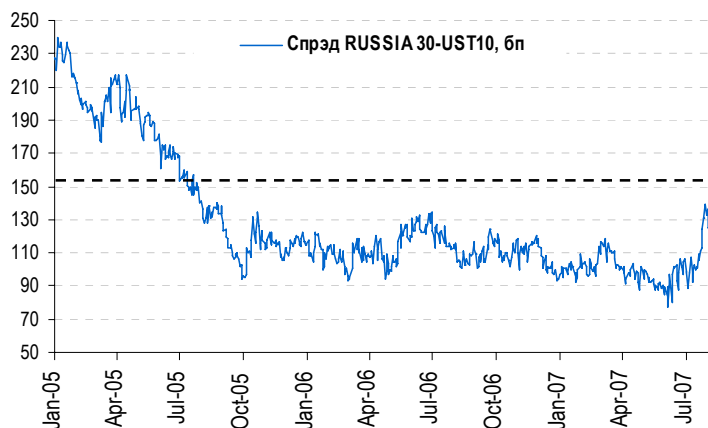
Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Волна «бегства к качеству» продолжается – доходность **10-летних UST** вчера снизилась еще на 6бп до 4.66%. При этом в течение дня доходность UST10 опускалась до 4.58% – сразу после публикации очень слабого индекса производственной активности **Philadelphia Fed**. Июльские данные по строительству жилья также оказались крайне слабыми.

Спрэды облигаций **Emerging Markets** продолжают расширяться. **EMBI+ Global** прибавил еще 29бп, достигнув «заоблачного» уровня в 251бп. Российский сегмент, хоть и ведет себя чуть «лучше рынка», но тоже обновляет максимумы значений спредов. Разница в доходностях **RUSSIA 30** и **UST10** вчера превысила отметку в 150бп. Такой ширины спред достигает впервые с июля 2005 года (см. диаграмму). В корпоративном сегменте продажи идут по всему спектру бумаг. Больше всего страдают банковские облигации.



Сегодня в США не ожидается важной экономической статистики, однако пятница не обещает быть легким днем – страхи по поводу кризиса ликвидности по-прежнему владеют рынком.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

«Пике», начавшееся на рублевом долговом рынке в среду, вчера получило свое логическое продолжение. Котировки длинных ОФЗ просели примерно на 50бп, средне- и краткосрочные гособлигации потеряли в цене около 30бп. Своеобразный антирекорд поставил выпуск **ОФЗ 46018** (-1.17п.п.; УТМ 6.65%). Ранее выпуск пользовался большой популярностью среди нерезидентов.

На денежном рынке ставки overnight остаются на уровне 6.5-7.5%. Объем операций прямого РЕПО с Банком России вчера вырос до 44.1 млрд. рублей.

В корпоративном сегменте цены также упали примерно на 40-70бп, в лидерах падения – банковские облигации (обращает внимание **ХФБ-4** с доходностью выше 11%) и выпуски **АИЖК**. Синхронно на 30-50бп «просели» облигации энергетических компаний. Кроме того, активизировались продажи в сегменте ритейлеров – **Х5-Финанс-1** (-65бп; УТР 8.03%), **Холидей-1** (-40бп; УТР 10.84%), **Седьмой континент-2** (-55бп; УТР 8.44%), **Виктория-1** (-58бп; УТМ 10.26%).

Ценовые уровни некоторых облигаций начинают выглядеть соблазнительно. Однако, на наш взгляд, время приступить к покупкам пока не пришло.

Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-) принял решение об отмене комиссий

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

Под давлением регуляторов Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-) принял решение об отмене ежемесячных комиссий по всем кредитным продуктам, а также о реструктуризации просроченных кредитов без взимания штрафов и неустоек. Кроме того, ЦБ и Роспотребнадзору предложено установить контроль над банком.

Очевидно, что действия банка по отмене комиссий приведут к снижению рентабельности. Согласно отчетности Русского Стандарта за 1-е полугодие 2007 г. по РСБУ, комиссионный доход даже чуть превышает процентный доход банка (в этом смысле, кстати, отчетность по МСФО может ввести в заблуждение – большинство комиссий там рассматриваются как составная часть процентного дохода).

Однако, учитывая огромный запас, который Русский Стандарт имеет в показателях рентабельности (2006 г. ROAE 78%), а также высокую эффективность менеджмента, мы полагаем, что банк сможет быстро реструктурировать свои продукты в пользу увеличения процентной составляющей. Иначе говоря, драматического ухудшения финансовых результатов Русского Стандарта мы не ожидаем.

Возможно, сегодня расширение спрэдов в облигациях Русского Стандарта продолжится. Тем более, что общий рыночный фон остается крайне неблагоприятным.

Вместе с тем, мы воспринимаем вчерашние новости скорее как сигнал о том, что «инцидент исчерпан», т.е. Генпрокуратура удовлетворена мерами, которые предпринял банк. «Цена вопроса» для банка оказалась большой, но вряд ли критичной. Насколько мы понимаем, в ближайшие дни Русский Стандарт проведет большой conference call для инвесторов с участием акционера – г-на Р. Тарико. Как правило, после таких телеконференций в облигациях соответствующих эмитентов появляется поддержка. Поэтому том в случае, если спрэды рублевых и еврооблигаций банка продолжат стремительное расширение, мы рекомендуем подумать над увеличением позиций в этих выпусках.

Что же касается возросших из-за ухудшения конъюнктуры рисков рефинансирования, которым так подвержен Русский Стандарт (практически полностью фондируется на рынках капитала), мы считаем, что на самом деле риски образования разрывов ликвидности у банка не так высоки. Во-первых, на днях Русский Стандарт объявил о привлечении синдицированного кредита на USD250 млн. Но главное, банк имеет очень короткие активы (основа портфеля – потребкредиты), поэтому в стресс-сценарии он может приостановить выдачу кредитов, а погашения позволят ему быстро накопить большой объем ликвидности.

ТрансФин-М(NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа лизинговой компании ТрансФин-М объемом 1.5 млрд. рублей, с погашением через 5 лет и офертой через год. Поручителем является специально созданная дочерняя компания – ООО «Транс-Инвест».

ТрансФин-М – небольшая кэптивная лизинговая компания, обслуживающая в основном интересы своего единственного конечного собственника – ОАО «РЖД» (A3/BBB+/BBB+). Компания была образована в 2005 г. По итогам первого полугодия 2007 г., объем ее лизингового портфеля (согласно данным информационного меморандума) составил 7.24 млрд. руб., из которых более 86% приходилось на РЖД (контракты на поставку грузовых вагонов и электровозов) и еще 10% – на ЗАО «ЭнергоПромИнвест».

На наш взгляд, не имеет большого смысла анализировать кредитный профиль компании как самостоятельного (stand-alone) заемщика. Очевидно, что без учета поддержки РЖД он довольно слаб из-за небольших размеров компании, очень низкой капитализации, высокой концентрации портфеля и не

впечатляющих показателей рентабельности. Кроме того, отчетность ТрансФин-М не вполне репрезентативна (компания фактически является финансовым институтом, а отчитывается как нефинансовая корпорация).

Основным фактором поддержки кредитного профиля ТрансФин-М является тесная связь с РЖД, которая позволяет получать контракты с железнодорожной монополией, финансироваться в связанном с РЖД банке (Транскредитбанк – будущая «дочка» РЖД), а также рассчитывать на поддержку материнской группы в стресс-сценарии. На наш взгляд, пока ТрансФин-М будет находиться под контролем РЖД, вероятность такой поддержки достаточно высока. Мы, к сожалению, не знаем достоверно о стратегии РЖД в отношении данного актива.

Нам не известно, переуступала ли ТрансФин-М права по лизинговым контрактам в рамках своих долговых сделок. Если такая практика есть, это ухудшает положение необеспеченных кредиторов ТрансФин-М (в т.ч. держателей облигаций).

По сути облигации ТрансФин-М представляют собой производную от риска РЖД, при этом предлагаемый спрэд к кривой доходности материнской группы составляет более 500бп (облигации маркируются с доходностью более 10.5%). На наш взгляд, это достаточно привлекательное предложение. Для сравнения, «дочки» и «внуки» Мособласти торгуются со спредами к «материнской» кривой в пределах 300бп. В то же время, еще более интересными в этом смысле могут быть облигации другой «дочки» РЖД – Фонда Жилсоципотека (УТР 11.25%) – некоммерческой девелоперской компании, реализующей социальные программы РЖД.

Ключевые финансовые показатели ООО «ТрансФин-М», РСБУ

Млн. руб.	2005	2006	1П2007
Выручка	379	1 038	518
Операционная прибыль	198	522	207
Чистая прибыль	5	42	18
Лизинговый портфель	6 310	7 230	7 240
Собственный капитал	6	38	56
Финансовый долг	5 375	4 785	5 921
Активы	5 381	4 845	6 010
Ключевые показатели			
Операционная рентабельность (%)	52%	50%	40%
Собственный капитал/Активы (%)	0.1%	0.8%	0.9%

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный блок
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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.

© 2007, 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.