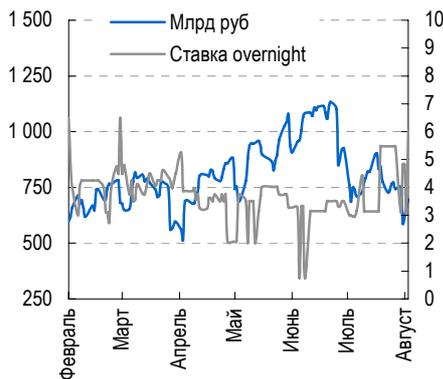


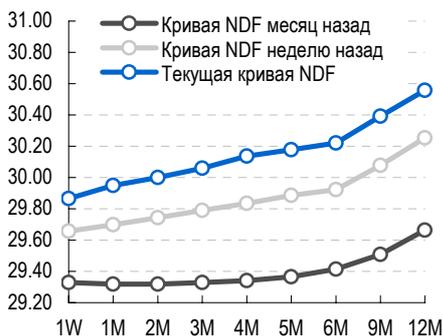
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

29 авг	Индекс потребительских настроений
1 сен	Выходной в США: День труда
2 сен	Размещение руб.обл. ТГК-2-1
2 сен	Индекс ISM (производство)
2 сен	Депозитный аукцион на 60 млрд. рублей.
3 сен	"Бежевая книга"
3 сен	Доразмещение ОФЗ на 15 млрд. рублей
4 сен	Индекс ISM (услуги)

Рынок еврооблигаций

- Подозрительно хорошая статистика разбудила аппетит к риску. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Итоги аукционов Госкорпорации ЖКХ: не стоит спешить с выводами. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Интегра (NR): комментарий к итогам 1-го полугодия** (стр. 3).
- Банк Возрождение (ВаЗ/ВВ-) опубликовал сильные результаты за 1-е полугодие по МСФО.** Банк продолжает динамично расти – с начала года активы увеличились на 18.7% (132.3 млрд. руб.). Качество кредитного портфеля остается высоким: доля просрочки составляет 2.3%. Для поддержания показателей адекватности капитала банк в конце июля привлек субординированный кредит в объеме 50 млн. долл. Показатель TCAR на отчетную дату составил 14.4%. Профиль ликвидности также достаточно устойчив. Мы нейтрально относимся к облигациям банка на текущих уровнях (YTM 10.61%) и считаем, что в сегменте банковских облигаций есть и будут более интересные предложения.
- Оператор наружной рекламы Gallery (Саа1/В-) отчитался о неплохих результатах за 1-е полугодие.** По сравнению с традиционно слабым 1-м кварталом, значительно улучшились показатели долговой нагрузки («Чистый долг/ЕБИТДА» 4.5x). Последнее произошло не только за счет операционной прибыли, но и благодаря продаже компанией офисного здания. На наш взгляд, и финансовый, и бизнес-профиль компании все еще остаются достаточно уязвимыми. Котировки еврооблигаций GALCAP 13 видны на уровне 80% от номинала (YTM 16.4%). Мы не считаем бумагу привлекательной.
- ВБД (ВаЗ/ВВ-) по итогам 1-го полугодия сохранил умеренную долговую нагрузку.** В отчетном периоде компания увеличила выручку на 30%, немного снизила операционную рентабельность, но главное – продемонстрировала положительный свободный денежный поток. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» составляет около 1.5x. Рублевые выпуски ВБД, на наш взгляд, выглядят не очень интересно с точки зрения «относительной стоимости».
- S&P повысило кредитный рейтинг АФК Система, а также ее «дочек» - МТС и МГТС – на 1 ступень до «ВВ».** В своих комментариях рейтинговое агентство ничего не говорит об озвученных ранее «наполеоновских» планах Системы по привлечению 10 млрд. долл. на инвестиции. Вероятно, эти планы не будут реализованы.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.78	+0.01	-0.26	-0.25
EMBI+ Spread, бп	305	-5	+20	+66
EMBI+ Russia Spread, бп	202	-2	+31	+55
Russia 30 Yield, %	5.73	+0.01	+0.07	+0.22
ОФЗ 46018 Yield, %	8.05	-0.20	+0.89	+1.58
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	629.1	+50.7	+21.9	-259.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	68	-13.1	-74.9	-46.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-158.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.92	+0.72	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.83	+0.03	+0.47	+0.10
Нефть (брент), USD/барр.	114.2	-2.0	-8.5	+20.3
Индекс РТС	1654	+65	-242	-637

Рынок еврооблигаций

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

ПОДОЗРИТЕЛЬНО ХОРОШАЯ СТАТИСТИКА РАЗБУДИЛА АППЕТИТ К РИСКУ

Котировки вдоль всей кривой **US Treasuries** вчера снизились: **2-летние ноты** завершили день на отметке 2.36% (+9бп), **10-летние** – 3.78% (+2бп). Основной причиной послужили пересмотренные в сторону повышения данные по **ВВП США** за 2-й квартал. Согласно американскому статистическому бюро, во 2-м квартале экономика выросла на 3.3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Экономисты, ожидавшие заметно более слабых цифр, уже находят объяснение этому сюрпризу (например, рост экспорта на слабом долларе). Однако много и тех, кто сомневается в репрезентативности опубликованной статистики.

Среди других факторов, поддержавших рост доходностей **US Treasuries**, можно назвать снизившиеся более чем на 2 долл./барр. цены на нефть. Это произошло после заявления **IEA** о готовности задействовать свои резервы, если тропический шторм **Густав** нанесет заметный ущерб нефтедобыче в Мексиканском заливе. Аукцион по 5-летним **UST** на 22 млрд. долл. вчера прошел без ажиотажа: коэффициент **bid-to-cover**, характеризующий уровень спроса на казначейские обязательства, снизился с 2.46 до 2.14.

EMERGING MARKETS

Хорошая статистика в США самым положительным образом сказалась на облигациях **Emerging Markets**. Спрэд **EMBI+** снизился на 5бп до 305бп, а большинство бенчмарков **EM** прибавили в цене порядка 1/4-1/2. Динамику «лучше рынка» показали эквадорские бонды **ECUADOR30** (YTM 11.45%, +5/8) – министр финансов страны заявила, что в бюджете на 2009-й год предусмотрены выплаты по публичным долгам.

Российский сегмент еврооблигаций вчера также оказался «в плюсе». Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.73%) прибавил в цене примерно 1/8, сократив спрэд до 195бп. Одновременно 5-летние **CDS** снизились где-то до 131-132бп. В корпоративных выпусках спрос, обозначившийся днем ранее, вчера вылился в реальные сделки. В частности, мы видели покупки в облигациях **Транснефти**, **ТМК**, **ТНК**, **Вымпелкома**. В зависимости от срока их котировки подросли примерно на 3/8-1/2.

Несколько оживился сегмент казахстанских еврооблигаций – например, **BTAS 37** (YTP 13.55%) вчера вырос в цене почти на 1пп. Возможно, покупки связаны с позитивной для рынка сделкой **Kookmin-CenterCredit**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

АУКЦИОНЫ ЖКХ: НЕ СТОИТ СПЕШИТЬ С ВЫВОДАМИ

Вчера **Госкорпорация ЖКХ** провела два депозитных аукциона, разместив суммарно 20 млрд. рублей на 371 и 91 день. Средневзвешенные процентные ставки сложились, соответственно, на уровнях 12.37% и 10.95%, при этом была зафиксирована высокая переподписка. Участники аукциона – крупнейшие банки страны. О том, что такие ставки являются тревожным сигналом для рынка облигаций, подталкивая его к дальнейшему репрайсингу, уже сказано достаточно много, взять хотя бы сегодняшние газетные публикации.

Мы согласны с этим тезисом, но лишь отчасти. На наш взгляд, не стоит спешить с выводами. Прежде следовало бы принять во внимание следующие рассуждения.

Во-первых, совсем не обязательно все источники фондирования для банков должны стоять одинаково. Каждый из них имеет свои характеристики с точки зрения устойчивости, транзакционных издержек,

емкости, возможностей для кросс-продаж и т.п. В сегодняшней ситуации многие российские банки (по своей инициативе, а также из-за прозрачных намеков регуляторов) активно укрепляют именно депозитную базу, снижая зависимость от оптовых рынков капитала.

Депозит от **Госкорпорации ЖКХ** – это крупное привлечение от интересного клиента, не предполагающее уплаты каких-либо комиссионных. Ставки корпоративных депозитов в последнее время сильно приблизились к ставкам по депозитам физических лиц (10-13%). Поэтому заявлять о том, что сложившиеся вчера ставки шокирующе высоки, мы бы не торопились.

«ВТОРИЧКА»: ПРОДАВЦЫ ОТСТУПИЛИ, НЕСМОТЯ НА РОСТ СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Спрос на рублевые ресурсы вчера вырос: объем операций **прямого репо** с ЦБ увеличился «в разы» до 167.55 млрд. рублей. Ставки **overnight** поднялись примерно на 1-1.5пп до 8-8.5%. Основным негативным фактором, конечно же, стали налоговые выплаты. Судя по динамике корсчетов и депозитов в ЦБ, налог на прибыль «обескровил» банковскую систему примерно на 100-110 млрд. рублей. Плюс, напомним, с 1-го сентября вступают в силу новые нормативы **ФОР**, поэтому многие банки вынуждены держать на корсчетах больше средств.

Однако ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью и итоги аукционов по размещению средств **Фонда ЖКХ** не помешало многим инвесторам приступить к покупкам на фоне общего оптимизма, охватившего вчера финансовые рынки. Котировки достаточно большого количества облигаций (в том числе некоторые выпуски **1-го эшелона**) вчера подросли примерно на 10-15бп. В частности, можно отметить **ФСК-2** (УТМ 8.59%, +10бп), **РСХБ-6** (УТР 8.89%, +7бп), **ВТБ-6** (УТР 9.10%, +5бп). В бумагах **2-го эшелона** мы видели интерес почти ко всем облигациям **ХКФБанка** и **Вымпелкома** (УТР 9.38%, +10бп).

Дополнительным мотивом к вчерашним покупкам могло стать желание снизить давление на цены в преддверии окончания месяца и предстоящей переоценки портфелей. Кстати, в связи с этим сегодня, вероятно, будет большое количество нерыночных сделок типа “sell/buy”.

Группа Интегра (NR): нейтральные итоги 1-го полугодия

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

Вчера нефтесервисная группа Интегра отчиталась об итогах работы в 1-м полугодии 2008 г. по МСФО. Компания продемонстрировала неплохую динамику выручки и операционной рентабельности. Конечно, результаты Интегры расстраивают ее акционеров: с момента IPO капитализация компании упала втрое – до 855 млн. долл. Но, на наш взгляд, это связано исключительно с завышенными ожиданиями и слабой конъюнктурой финансового рынка.

С кредитной же точки зрения, компания выглядит достаточно крепким заемщиком, во всяком случае пока. В 1-м полугодии инвестиции в основной и оборотный капитал заставили Интегру увеличить объем долга более чем на 100 млн. долл. Однако опережающий рост операционной прибыли позволил не только удержать, но даже снизить соотношение чистого долга и EBITDA (см. табл.).

Некоторое беспокойство вызывает снижение рентабельности в основном сегменте бизнеса компании – бурении и ремонте скважин, на который приходится порядка 50% консолидированной выручки. Правда, компания объясняет это заключением нескольких долгосрочных контрактов и связанными с этим существенными некапитализируемыми «предварительными» затратами.

В секции MD&A опубликованного отчета сообщается о намерении менеджмента по-прежнему концентрироваться на органическом росте, а не на поиске новых объектов для поглощения. Мы позитивно воспринимаем такую риторику, т.к., на наш взгляд, в случае роста M&A-аппетита долговая нагрузка Интегры весьма вероятно могла бы вернуться к опасным значениям 2006 г.

Мы думаем, что в текущей рыночной конъюнктуре облигации Интегры (12.3%-13.1%) вряд ли отреагируют на публикацию финансовых результатов. Мы относимся к этим бумагам нейтрально.

Ключевые финансовые показатели Группы Интегра, МСФО				
млн. USD	2006 г.	2007 г.	1-й квартал 2008 г.	1-е полугодие 2008 г.
Выручка	546.8	1 177.1	375.5	785.5
Валовая прибыль	120.8	227.4	н.д.	155.9
ЕБИТДА	79.1	176.0	39.8	119.1
Долг	561.9	402.4	н.д.	535.2
Чистый долг	474.3	300.4	382.0	436.4
Собственный капитал	276.8	892.3	н.д.	976.3
Активы	1 240.1	1 714.6	н.д.	1 977.1
Ключевые показатели				
Gross margin (%)	22.1%	19.3%	н.д.	19.8%
Рентабельность ЕБИТДА (%)	14.5%	15.0%	10.6%	15.2%
ЕБИТДА/проценты (x)	1.7	3.0	н.д.	4.9
Чистый Долг/ЕБИТДА (x)	6.0	1.7	2.4	1.8
Чистый Долг/Собственный капитал (x)	1.7	0.3	н.д.	0.4

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	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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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.