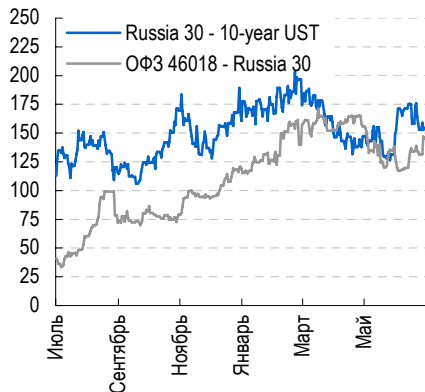
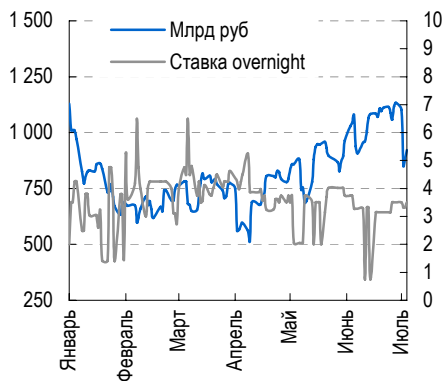


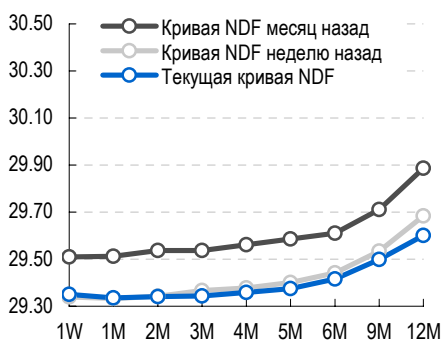
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

24 июля	Размещение руб. обл. ЛК Уралсиб-2
24 июля	Размещение руб. обл. ДВТГ-2
24 июля	Размещение руб. обл. РВК-1
24 июля	Размещение руб. обл. Пеноплэк Финанс-2
25 июля	Уплата акцизов, НДС
25 июля	Размещение руб. обл. ВымпелКом-1
25 июля	Размещение руб. обл. ЛЭКСтрой-2
25 июля	Размещение руб. обл. КБ Кедр-3

Рынок еврооблигаций

- В UST – без единого тренда, в Emerging Markets – смешанная динамика. ТМК успешно провела доразмещение (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Давление со стороны первичного рынка сохраняется. Итоги аукционов ОФЗ. Сегодня размещается МИА-5 (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Банк Восточный экспресс (ВЭ) вчера провел телеконференцию (стр. 4).
- Банк Кедр (ВЭ): комментарий к размещению (стр. 5)
- Инфляция в России за 15-21 июля составила 0.1%; всего с начала месяца – 0.5%, с начала года – 9.3% (Источник: Росстат). В прошлом году инфляция с 1 по 21 июля составила 0.8%, т.е. мы все более четко наблюдаем тенденцию замедления инфляции. Если в ближайшие недели она вновь получит подтверждение, и мы также увидим снижение темпов экономического роста, то вероятность дальнейшего многократного повышения ставок ЦБ несколько снизится. Напомним, пока мы ждем роста ставок ЦБ еще на 25-50бп до конца 2008 г.
- Евраз (Ва2/ВВ-/ВВ) обсуждает возможность слияния с украинской металлургической группой ИСД (NR). (Источник: Коммерсантъ). Пока неизвестны параметры возможной сделки, рассуждать о ее кредитных последствиях для Евраза достаточно сложно. Однако базируясь на опыте прошлых приобретений компании, мы с уверенностью можем предположить, что Евраз вряд ли допустит существенный рост долговой нагрузки (более 2.0x в терминах Долг/ЕБИТДА) и снижение своих кредитных рейтингов.
- Трансмашхолдинг (NR) разместил доэмиссию акций на 9.3 млрд. руб. Де-факто акции размещены в пользу РЖД (А3/ВВВ+). (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, эта безусловно позитивная для кредитного профиля ТМХ сделка уже достаточно давно учтена в котировках его малоликвидных облигаций (9.45%).
- Автодилер Независимость (NR) ведет переговоры о покупке конкурентов в регионах, в т.ч. казанского Транстехсервиса (NR). (Источник: Коммерсантъ). На рынке есть небольшой выпуск рублевых облигаций компании Транстехсервис (10%). Однако заработать на новости в любом случае не удастся, т.к. фонд неликвиден и низкодоходен, а оферта по нему наступает уже в августе.

- Вкратце: АИЖК (А3) проведет сегодня встречу с аналитиками.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.12	+0.02	-0.05	+0.09
EMBI+ Spread, бп	272	-7	+12	+33
EMBI+ Russia Spread, бп	157	-4	+20	+10
Russia 30 Yield, %	5.66	+0.03	+0.18	+0.15
ОФЗ 46018 Yield, %	7.11	+0.01	+0.24	+0.64
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	547	+34.3	-33.7	-341.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	374.1	+7.4	-89.0	+259.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	133	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.08	-0.10	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.37	-0.01	-0.14	-0.27
Нефть (брент), USD/барр.	125.3	-4.3	-11.2	+31.4
Индекс РТС	2112	-12	-197	-179

Рынок еврооблигаций

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

US TREASURIES: БЕЗ ЕДИНОГО ТРЕНДА

В среду рынок **US Treasuries** был достаточно волатилен из-за смешанного новостного фона. Сначала доходности UST показали рост – на снижении цен на нефть и новостях о том, что план по поддержке **Fannie Mae** и **Freddie Mac** был одобрен Конгрессом – это потребует увеличения бюджетных расходов (и, как следствие, может вылиться в рост предложения US Treasuries). Однако после аукциона по **2-летним нотам** и публикации «**Бежевой Книги**» котировки UST пошли вверх.

Аукцион действительно прошел довольно успешно: спрос превысил предложение в 2.42 раза – несколько сильнее, чем обычно – а доля иностранных банков, проявивших интерес к бумаге, составила более трети от общего числа участников. Статистика из «**Бежевой Книги**» оказалась довольно «мрачной» – 5 из 12 регионов отметили спад экономической активности, при этом лишь 3 обозначили умеренный рост. Зато почти всеми был упомянут рост цен (в особенности на сырье). В итоге, доходности UST почти не изменились, **10-летняя нота** завершила день на уровне 4.12% (+2бп).

EMERGING MARKETS

В сегменте **развивающихся рынков** движение разнонаправленное – в «плюсе» закрылись бумаги Аргентины и Турции, в отрицательной зоне – Венесуэлы и Мексики. Бразильский ЦБ вчера повысил ключевую ставку Selic на 75бп до 13% - больше, чем ожидали аналитики. Однако к серьезным ценовым изменениям в бенчмарке **BRAZIL40** (УТС 5.55%) это не привело. Спрэд **EMBI+** составил 272бп (-7бп).

В российском сегменте торговая активность была довольно низкой, выпуск **RUSSIA30** (УТМ 5.66%) потерял в цене около 1/4пп, однако спрэд к UST практически не изменился – порядка 154бп. В корпоративном сегменте активность была сосредоточена в выпусках **CHMFRU13** (УТМ 9.12%), чьи котировки выросли на 1/4пп, и **TRUBRU11** (УТМ 9.86%) – на новостях о доразмещении цена выпуска снизилась также на «четверть» до уровня 100 – 100 1/2пп.

В США сегодня публикуется еженедельная статистика по занятости, а также цифры по вторичному рынку жилья за июнь.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера компания **ТМК** (В1/ВВ-) успешно провела доразмещение выпуска еврооблигаций **TRUBRU11** объемом 200 млн. долл. Теперь суммарный объем выпуска составляет 600 млн. долл. Новые бумаги инвесторы получили по номиналу, и, судя по всему, переподписка была значительной.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

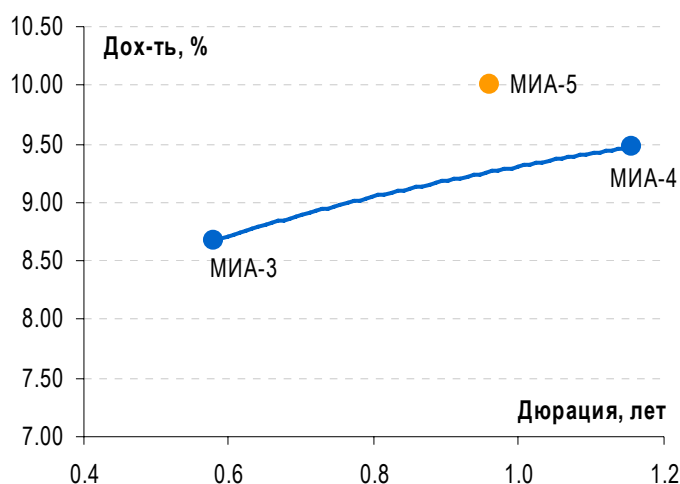
Вчера в ленте **Reuters** появилась информация, что в настоящий момент **Московская область** ведет переговоры с участниками рынка о возможности доразмещения 8-го выпуска на 9 млрд. рублей, ориентировочно с доходностью 9.59-9.75%. Примерно на этом уровне сейчас и торгуется **МосОбласть-8**. На слухах о доразмещении котировки облигаций **Московской области** снижаются уже несколько дней подряд – вчера **МосОбласть-6** (УТМ 9.53%) и **МосОбласть-8** (УТМ 9.69%) подешевели еще примерно на 20-40бп.

По аналогичным причинам (анонс нового предложения) вчера еще порядка 15-20бп потеряли в цене выпуски **Россельхозбанка**. Кстати, котировки вышедшего на вторичные торги **РСХБ-7** (УТР 8.53%) завершили день на отметке 99.80-99.90.

Так что, каких-либо новых тенденций на рублевом долговом рынке практически не наблюдается. По-прежнему самой актуальной стратегией остается покупка относительно коротких и «доходных» выпусков из **2-го эшелона**, чем и занимаются большинство участников рынка.

СЕГОДНЯ МИА ВЫХОДИТ НА РЫНОК С ОЧЕРЕДНЫМ ЗАЙМОМ

Сегодня состоится аукцион по 5-му выпуску **Банка МИА** (Ba2, 2 млрд. рублей, годовая оферта). На рынке обращаются 4 выпуска Банка, однако более-менее ликвидными можно назвать лишь **МИА-3** (УТР 8.67%) и **МИА-4** (УТР 9.48%). Среди положительных факторов нужно отметить рейтинг **МИА**, достаточный для включения его облигаций в **Список репо ЦБ** - там уже находятся 1,2,3-й выпуски. Также немаловажно, на наш взгляд, что совсем скоро (начало августа) будет погашен **МИА-1** (1 млрд. рублей), что «разгрузит» лимиты на МИА. Подводя итог всему вышесказанному, мы полагаем, что новый выпуск привлекателен с доходностью не ниже 10%:



РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ: БЕЗ СЮРПРИЗОВ, НО «С ИЗЮМИНКОЙ»

Вчерашние аукционы по **ОФЗ**, в целом, прошли в рамках ожиданий. В ходе размещения нового выпуска серии **26201** (7 млрд. рублей) средневзвешенная доходность сложилась на уровне 6.56%. Для сравнения, более короткий и ликвидный **ОФЗ 460214** торгуется около 6.70-6.75% по доходности. Вместе с тем, практически весь заявленный объем (87%) был продан, что наводит на мысли о нерыночном характере спроса.

В ходе аукциона по **ОФЗ 46022** разместить удалось лишь около 3.2 млрд. рублей (предложено было 11 млрд. рублей). Средневзвешенная доходность сложилась на уровне 7.06% - днем ранее выпуск торговался около 7.00%, поэтому сколько-нибудь существенной премии **Минфин** традиционно не предоставил. Однако любопытно, что по цене отсечения доходность составила 7.24% - как минимум с начала года мы не видели такого «разброса» между ценой отсечения и средневзвешенной ценой на аукционах. Мы полагаем, что по 7.24% уже вполне могли выставляться «рыночные» инвесторы.

НОВЫЕ КУПОНЫ

В выпуске **Комплекс-Ойл-1** (УТР 39.19%) была определена полугодовая оферта с купоном 15.5%. Также по облигациям **Банк Кредит Европа-1** (УТР 7.95%) процентная ставка до погашения (через 1.5 года) была установлена в размере 10%.

Банк Восточный экспресс (ВЗ/Позитивный) вчера провел телеконференцию

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

Мероприятие было посвящено «сработавшему» пут-опциону по выпуску рублевых еврооблигаций **VOSEXP09**, а также предложению банка держателям этих бондов отказаться от опциона в обмен на значительно более высокий купон (14.25% против 9.25% ранее; см. наш вчерашний комментарий). Вот основные тезисы, озвученные представителями Восточного экспресса в ходе телеконференции:

- **Почему сработал пут-опцион и каковы отношения с УРСА Банком (ВаЗ/В+).** Напомним, что возможность досрочного погашения облигаций возникла потому, что совет директоров Восточного экспресса до июля 2008 г. не принял решения об объединении с УРСА Банком. Собственно, вчера была подтверждена основная причина этой задержки – высокие риски, обусловленные очень «неудобной» нормой российского законодательства (Статья 60 ГК РФ) в условиях, когда рынки капитала прикрыты, а бонды двух банков торгуются ниже номинала. Мы уже рассуждали о том, что это требование (об обязательной оферте всем кредиторам в случае реорганизации), формально призванное защищать интересы кредиторов, на самом деле создает дополнительные риски. Представители Восточного экспресса сказали, что, по сути, банки не отказываются от планов интеграции, они продолжают очень тесно сотрудничать (продажа кредитных портфелей, ротация кадров), в структуре акционеров тоже все по-прежнему. Подготовка к слиянию продолжается, но конкретных сроков пока нет. Очевидно, банки будут ждать или улучшения конъюнктуры, или изменений в законодательстве в отношении «неудобной» нормы.
- **Техника исполнения или неисполнения опциона.** Подтвердилось все, о чем мы писали вчера: держатели могут уже давать распоряжения через Euroclear/Clearstream о согласии на досрочную продажу облигаций по номиналу. Вместе с тем, спешить не стоит, т.к. крайний срок – 20 августа. Более того, наверное и не нужно спешить – лучше поучаствовать в голосовании 12 августа и согласиться на повышение купона с 9.875% до 14.25%. Насколько мы поняли, для того, чтобы получить право на такое повышение купона, нужно стать держателем бонда до 8-9 августа, т.е. его еще имеет смысл покупать около номинала или даже чуть выше (доходность 13.5-14.0% - в любом случае много по сравнению с локальным рублевым бондом Восточного экспресса – 12.7% или рублевым евробондом УРСА Банка URSAP 10R – 11.2%). В случае, если Вы уже согласились исполнить пут-опцион, обратной дороги нет (irrevocable).
- **Финансовые результаты и планы.** Восточный экспресс продолжает достаточно активно развиваться. В 1-м и 2-м кварталах активы и кредитный портфель банка прирастали примерно по 20% (около 40% за 1-е полугодие в целом). Рост активов сопровождался увеличением капитала (допэмиссия на 2.2 млрд. руб., мы писали об этом в феврале), а также увеличением прибыли примерно на 63% по сравнению с 1-м полугодием 2007 г. Насколько мы понимаем, речь шла о результатах по РСБУ. Банк в очередной раз продал порцию кредитов УРСА Банку (около 4 млрд. руб.) и планирует продолжать эту практику (что вполне объяснимо, т.к. УРСА имеет облегченный доступ к фондированию). Восточный экспресс также уточнил, что пока не имеет планов по размещению еврооблигаций.

Банк Кедр (B2): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение третьего облигационного займа банка Кедр объемом 1.5 млрд. руб. с погашением через три года и двухлетней офертой.

Банк Кедр – небольшой частный региональный банк. Основным регионом присутствия является Сибирский федеральный округ. По итогам 2007 г., Кедр занял 106-е место по величине активов в России (РБК Рейтинг). Главный конкурент банка в «домашнем» регионе присутствия – УРСА банк. Филиальная сеть Кедр охватывает 28 городов. Ключевым направлением бизнеса является обслуживание корпоративных клиентов. В августе 2006 г. банк разместил допэмиссию акций в пользу ЕБРР (18,75%) и East Capital Explorer Financial Institutions Fund AB (18,75%). Оставшаяся часть акций Кедр контролируется его топ-менеджментом.

Основу активов банка Кедр составляет ссудный портфель (63% на 01.01.08г.), большая часть которого представлена ссудами корпоративным клиентам. Доля кредитов физическим лицам постепенно увеличивается и, по итогам 2007 г., составила 24%. Согласно информации из материалов к размещению, качество ссудной задолженности достаточно высоко (доля просрочки около 2% на 01.01.08г.). Концентрация активов и доля операций со связанными сторонами невелики. Размер портфеля ценных бумаг по итогам 2007 г. крайне незначителен – менее 1.5% активов. Главными источниками фондирования являются средства клиентов – 66% пассивов. Они практически в равных пропорциях распределены между срочными средствами и деньгами до востребования, а также между средствами физических и юридических лиц. Профиль ликвидности баланса банка особых опасений не вызывает.

На наш взгляд, факторами поддержки кредитного профиля банка являются наличие «сильных» акционеров, способных помочь с фондированием в стресс-сценарии, высокие показатели адекватности капитала (TCAR на 01.01.08 19.6%) и рентабельности, а также значительная степень информационной прозрачности (банк публикует аудированную отчетность с 2003 г, имеет рейтинг от международного агентства). К основным слабостям кредитного профиля банка мы относим небольшие размеры банка, высокий уровень конкурентного давления, недостаточную географическую диверсификацию и низкую долю «длинных» пассивов.

Ориентиры организаторов займа по новому выпуску составляют 13.4%. Второй выпуск банка Кедр торгуется сейчас с доходностью 12.59%. Ориентирами для сравнения могут послужить выпуски банков Соцгорбанк (13.34%), Первый Объединенный банк (13.19%), Солидарность (13.26%). На наш взгляд, price-talk по данному выпуску выглядит весьма адекватно.

Ключевые финансовые показатели Банка Кедр, МСФО

млн. руб.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Процентные доходы	744	1 101	1 672
Процентные расходы	415	623	861
Чистый процентный доход	329	478	811
Чистый комиссионный доход	382	448	546
Операционные расходы	500	636	856
Чистая прибыль/убыток	144	206	337
Собственный капитал	616	1 451	2 182
Ссудный портфель	5 111	7 835	11 377
Активы	8 322	12 005	18 032
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	5.5%	5.4%	6.2%
Рентабельность собственного капитала	29%	20%	18.5%
Рентабельность активов	2.0%	2.0%	2.2
Доля резервов	4.5%	3.5%	3.2%
Собственный капитал/ Активы	0.07	0.12	0.12

Источник: Банк Кедр, 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

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.