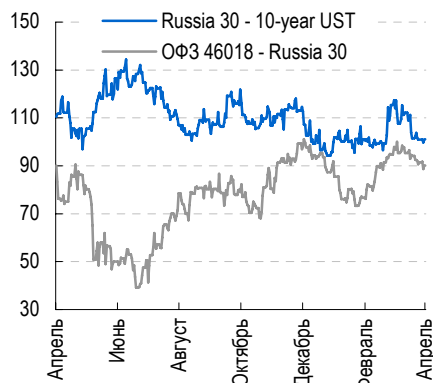


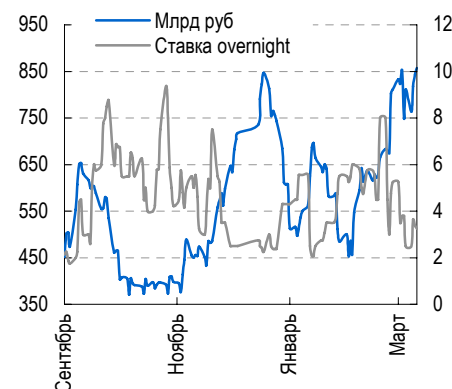
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 5 апреля 2007 г.

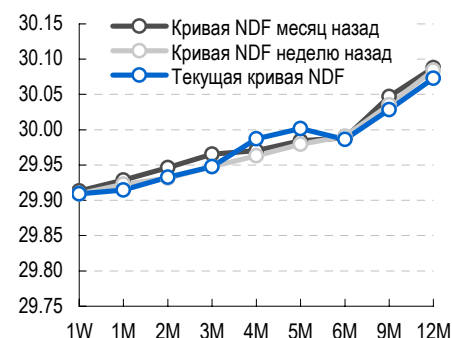
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

5 апр	Размещение руб.обл. Паркет-Холл-1
5 апр	Размещение руб.обл. РусскиеМасла-2
5 апр	Размещение руб.обл. Тюменьэнерго-2
5 апр	Размещение руб.обл. ХолидейФинанс-1
5 апр	Размещение руб.обл. Аркада АПК-3
6 апр	Размещение руб.обл. Автовазбанк-1
6 апр	Non-farm Payrolls в США
10 апр	Размещение руб.обл. РМК Финанс-1

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снизились на слабой статистике. С приближением Пасхи активность в **ЕМ** снижается. **VTB Europe** разместил FRN (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Включение в список **A1** – по-прежнему хорошая «торговая идея». Аукционы **ЮКОСа** не так страшны для ликвидности, как казалось на первый взгляд (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Банк Русский Стандарт (Ba2/B+) опубликовал сильные результаты за 2006 г. (стр. 3)
- Вкратце: Дальсвязь (Fitch B) объявила о решении** продать принадлежащие ей сотовые активы и сконцентрироваться на развитии услуг фиксированной связи. По оценке наших аналитиков по акциям, продажа сотовых активов может принести компании около USD100 млн., в т.ч. около USD65 млн. – уже в этом году. Мы полагаем, что отчуждение условно-непрофильного бизнеса окажет позитивное влияние на кредитноспособность Дальсвязи и в значительной степени компенсирует негативный «кредитный» эффект, связанный с недавним приобретением Сахателекома за 2.3 млрд. руб. и получением очередной порции налоговых претензий на 909 млн. руб. (см. наш комментарий от 15 февраля). В целом Дальсвязь сохраняет достаточно сильные кредитные характеристики. По нашим оценкам, соотношение Долг/EBITDA компании по итогам 2006 г. составило чуть более 2.0х, а в 2007 г. этот показатель снизится. В последнее время котировки облигаций телекомов Связьинвеста игнорируют большинство корпоративных новостей, и реагируют в основном на технические факторы (новые размещения, список A1) или изменения общей рыночной конъюнктуры.
- Вкратце: Банк Intesa Sanpaolo (Aa3/AA-/AA-) вчера сообщил о том, что акционеры Укрсоцбанка (Ba3/B/B-) воспользовались правом разрыва** соглашения о продаже банка итальянской финансовой группе. Дело в том, что из-за объединения Intesa и Sanpaolo итальянцы не смогли закрыть сделку по покупке украинского банка до установленного срока (31 марта 2007 г.). Рейтинговые агентства вывели рейтинг Укрсоцбанка из списков на повышение, а котировки еврооблигаций **USCBUZ 10**, которые еще недавно достигали 101.375 (7.45%), откатились до 100.25 (7.90%). Мы считаем выпуск потенциально интересным – Укрсоцбанк, вероятно, достаточно быстро найдет нового иностранного партнера. Украинские банковские облигации традиционно демонстрируют хороший «иммунитет» в периоды политической нестабильности.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.65	-0.02	+0.12	-0.05
EMBI+ Spread, бп	164	0	-27	-5
EMBI+ Russia Spread, бп	100	+1	-14	+4
Russia 30 Yield, %	5.66	0	-0.01	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.56	+0.01	-0.08	+0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	417.2	-58.5	-152.4	-248.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	440.2	+72.8	+366.8	+325.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	150.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.25	-0.88	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	0	0	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	68.4	+0.6	+7.9	+7.7
Индекс РТС	1930	+9	+192	+20

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вышедшая вчера экономическая статистика по США оказалась слабее ожиданий. Больше всего разочаровал мартовский индекс **ISM Non-Manufacturing**, который упал до 52.4 пункта (минимальное значение за последние 4 года). По итогам дня, доходность **UST10** снизилась на 26п до 4.65%. Вероятно, падение доходности могло бы быть более заметным, если бы не решение Ирана отпустить британских моряков, разрядившее политическую обстановку и ослабившее мотивацию покупать безрисковые активы.

Сегмент **Emerging Markets** чувствует себя неплохо, спрэд **EMBI+** (164 бп) остался без изменений. В целом котировки основных индикативных выпусков вчера выросли примерно на 1/8, за исключением венесуэльских облигаций (**Venezuela 34** -1/16, YTM 7.01%), в которых инвесторы фиксировали прибыль на новостях о снизившихся ценах на нефть. По мере приближения Пасхи активность в ЕМ снижается.

Выпуск **Russia 30** (YTM 5.66%) не покидает свой любимый «уровень» 113 ½, спрэд к UST сохраняется на уровне 100-1016п. В корпоративном сегменте сделок немного. Инвесторов в основном интересуют облигации с короткой и средней дюрацией. Из имен, к которым вчера был проявлен интерес, отметим Русский Стандарт (**RUSB 10**, **RUSB 11**), а также Казаньоргсинтез (**KZOSRU 11**; сделки по 101.50; 8.84%).

На первичном рынке завершилось размещение 2-летнего FRN банка **VTB Europe** (Baa2/BBB). Доходность выпуска составила 3mLIBOR + 686п. Это несколько ниже изначальных ориентиров, а также доходности чуть более длинного **VTBEUR 09 FRN**, который торгуется около 3mLIBOR+706п.

Сегодня в США выходит еженедельная статистика по рынку труда, а завтра – важные цифры **Payrolls**.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера котировки рублевых облигаций по всему спектру выросли в среднем на 10-156п. Ключевой «торговой идеей» стали выпуски, включенные накануне биржей в список А1. Котировки облигаций **Мечел-2** (YTP 7.69%), **Дальсвязь-2** (YTP 7.76%), **Дальсвязь-3** (YTM 7.29%) выросли примерно на 506п. Практически не отреагировали на включение в А1 выпуски **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 7.23%) и **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 7.39%), потенциал сужения спрэдов которых ограничен близостью к кривой доходности Газпрома (около 106п).

Из других событий отметим спрос в облигациях **АИЖК-8** (+196п; YTM 7.56%), **АИЖК-9** (+206п; YTM 7.60%), **Ленэнерго-2** (+176п; YTM 8.55%), **Пятерочка-2** (+136п; YTM 8.29%) и **МОЭСК-1** (+146п; YTM 7.93%).

Самым интересным из первичных размещений стал аукцион по облигациям 4-й серии **Банка Зенит** (3 млрд. рублей, годовая оферта). По итогам размещения ставка купона была установлена на уровне 8.14% (YTP 8.29%, CCS+2956п), что заметно ниже ориентиров организаторов (8.3-8.5% по купону). Итоги размещения спровоцировали покупки в уже обращающихся выпусках – **Зенит-2** (+236п; YTM 8.47%, CCS+2636п) и **Зенит-3** (+106п; YTP 8.14%; CCS+2906п). На наш взгляд, рублевые облигации Зенита сейчас выглядят «дорого» (особенно 2-й выпуск) по сравнению с еврооблигациями **ZENIT 09** (MS+3656п). Остальные аукционы прошли в рамках ожиданий. Ставка купона облигаций **Маир-3** была установлена на уровне 11.15% (YTM 11.46%), купон по выпуску компании **АСПЭК-1** зафиксирован в размере 12.00% (YTP 12.55%).

Денежный рынок продолжает радовать инвесторов низкими ставками. Судя по всему, аукционы по продаже активов ЮКОСа приведут не к оттоку ликвидности, а скорее к ее пополнению, т.к. они спровоцировали мощный приток капитала (на вчерашнем «юкосовском» аукционе победила компания-нерезидент, а Роснефть привлекла кредит на USD22 млрд.). Что же касается сегодняшнего сальдо операций банков с ЦБ (151 млрд.), по нашим предположениям, лишь малая часть этой суммы приведет к чистому увеличению ликвидности банковской системы. Основу же суммы представляет собой перевод средств с депозитов на корсчета, т.е. сумма этих двух показателей не должна значительно увеличиться. Эти деньги, вероятно, достаточно быстро вернутся обратно на депозиты в ЦБ. Так или иначе, в ближайшие дни мы ожидаем сохранения благоприятной ситуации на денежном рынке и продолжения покупок в рублевых облигациях.

Банк Русский Стандарт (Ba2/B+) показал очень сильные результаты за 2006 г.

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

Результаты Русского Стандарта действительно поражают – в прошлом году Банку не только удалось увеличить активы (в рублевом выражении более чем на 70%), но и повысить показатели рентабельности. Так, рентабельность собственного капитала выросла с 59% до 78%, а рентабельность активов – с 7.5% до 9.5%. В среднем, аналогичные показатели российских банков в три, а то и в четыре раза ниже.

Рост рентабельности Банка был достигнут в первую очередь за счет увеличения доли карточных кредитов (с 48% от совокупного ссудного портфеля в 2005 г. до 55% в 2006 г.), эффективная процентная ставка по которым значительно выше, чем по обычным потребкредитам (79.2% против 44.3% по итогам 2006 г.).

За счет высокой рентабельности показатели адекватности капитала Русского Стандарта улучшаются и без дополнительных вливаний от акционеров.

Что касается качества кредитного портфеля Банка, то ключевые показатели свидетельствуют о его ухудшении. Доля просроченных кредитов (NPLs) выросла с 3.7% в 2005 г. до 5.1% в 2006 г., а объем сформированных резервов – с 6.5% до 9.8% от общего объема ссудного портфеля. Если бы Банк не списал в 2006 г. большой объем «просрочки» (около 11.4 млрд. руб.), то эти показатели были бы еще выше (NPL ratio составил бы около 10%, а provisioning ratio – около 15%).

Вероятно, в дальнейшем стоит ожидать постепенного снижения рентабельности Русского Стандарта – ведь Банк активнее привлекает депозиты физ. лиц (дорогой источник фондирования), одновременно увеличивая присутствие в сравнительно менее доходных сегментах авто- и ипотечных кредитов. Кроме того, показатели качества кредитного портфеля, по нашим оценкам, продолжают ухудшаться. Вместе с тем, мы не ожидаем значительного негативного влияния на финансовые результаты Банка от вводимых ЦБ новых требований в сегменте потребкредитования (раскрытие ставок и/или графиков платежей; введение четких правил формирования резервов, которые очень близки к тем, что уже использует Банк).

В любом случае, очевидно, что при текущих показателях рентабельности Русский Стандарт сохраняет очень значительный «запас прочности».

Безусловно, сильные результаты окажут поддержку котировкам его рублевых и еврооблигаций, которые регулярно страдают из-за все новых и новых размещений Банка. Мы не исключаем, что отчетность Русского Стандарта за 2006 г. станет поводом для повышения его кредитных рейтингов. В настоящий момент наиболее интересными среди облигаций Банка с точки зрения спредов к базовым активам нам кажутся выпуски **Русский Стандарт-7** (рублевый), а также еврооблигации **RUSB 10** и **RUSB 11**.

Ключевые финансовые показатели Банка Русский Стандарт, МСФО

млн. руб.	2005 г.	6M2006 г.	2006 г.
Процентные доходы	23 591	25 589	61 919
Процентные расходы	4 094	4 200	9 771
Чистый процентный доход	19 497	21 390	52 148
Чистый доход по услугам и комиссиям	818	874	2 879
Операционные расходы	4 905	4 809	11 901
Чистая прибыль/убыток	5 863	6 555	14 546
Собственный капитал	12 088	17 248	25 229
Чистый ссудный портфель	98 678	129 136	163 694
Активы	112 736	150 978	192 909
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	19.5%	32.6%	31.7%
Рентабельность собственного капитала (ROAE)	59%	90.4%	78%
Рентабельность активов (ROAA)	7.5%	10%	9.5%
Доля просроченных кредитов (NPL ratio)	3.7%	-	5.1%
Уровень резервирования (Резервы/Валовая ссудная задолженность)	6.5%	-	9.8%
Капитал/Активы	10.7%	11.4%	13.1%

Источник: Русский стандарт, оценка МДМ-Банка



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

Управляющий директор, Начальник Управления 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

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Металлургия

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракс	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@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, опубликовывать, 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.