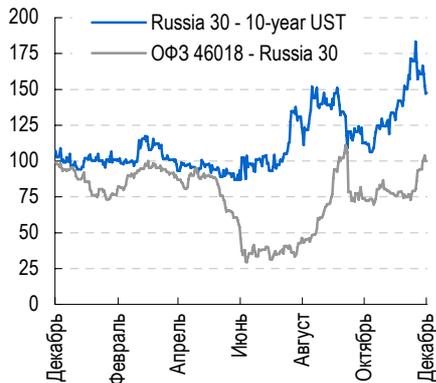


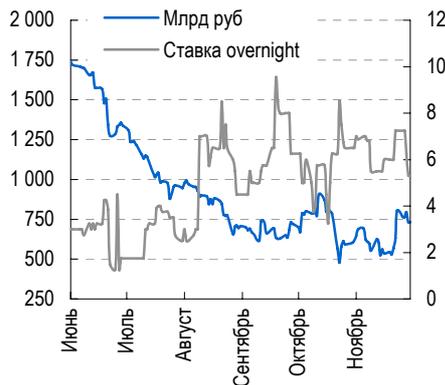
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 7 декабря 2007 г.

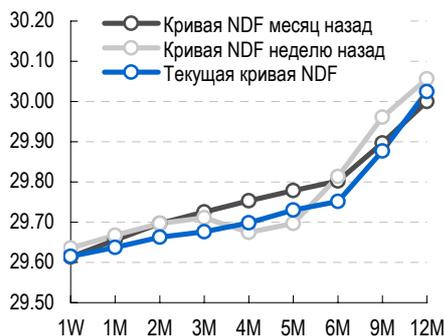
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

7 дек	Nonfarm Payrolls
11 дек	Заседание ФРС
12 дек	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
12 дек	Размещение руб. обл. ХолдингКапитал-1
12 дек	Размещение руб. обл. ИркутОбл-6
12 дек	Индекс цен на импорт в США
13 дек	Индекс цен производителей в США
14 дек	Индекс потребительских цен в США

### Рынок еврооблигаций

- «Заморозка» ставок по ипотеке в США вызвала рост аппетита к риску (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Обращаем внимание на инверсионный характер кривых РСХБ, ХКФ и УРСЫ (стр.2)

### Новости, комментарии и идеи

- Сделка по покупке Росбанка (Ba2/NR/BB) группой SocGen (Aa1/AA-) может расстроиться (стр. 3).
- УРСА Банк (Ba3/NR/B): «полная» отчетность по МСФО за 9 мес. 2007 г. позволяет судить о качестве кредитного портфеля (стр. 3).
- Вкратце: Основатель розничной сети ДИКСИ (NR) О.Леонов продает контрольный пакет акций компании группе Меркурий (NR) (Источник: Интерфакс). Учитывая, что покупателем выступает непубличная компания, не имеющая кредитных рейтингов и доступной отчетности, кредитный эффект от сделки оценить достаточно сложно. Учитывая информацию СМИ о достаточности оборота около 8 млрд. долл., можно предположить, что возможности группы по поддержке ДИКСИ в стресс-сценарии не меньше, чем у продавца. Поэтому мы полагаем, что вероятное изменение в структуре акционеров не приведет к расширению спрэдов облигаций ДИКСИ (11.6%). Акции компании вчера выросли.
- Вкратце: Группа Инпром (NR) переносит IPO на весну 2008 г. вследствие неблагоприятной рыночной конъюнктуры (Источник: Интерфакс). Фактически, речь идет о переносе позитивного кредитного события, которое тем более важно, учитывая высокую долговую нагрузку компании. По нашим оценкам, соотношение "Долг/ЕБИТДА" у Инпрома по состоянию на середину 2007 г. составляло порядка 7-8х. Выпуски облигаций Инпром-2 (8.99%) и Инпром-3 (9.15%) продолжают выглядеть переоцененными из-за присутствия в котировальном списке А1.

- Вкратце: Концерн Ситроникс (B3/B-) в очередной раз показал разочаровывающие финансовые результаты, на этот раз за 9 мес. 2007 г. Компания получила операционный убыток, в основном из-за задержки крупных контрактов. Основным фактором поддержки кредитного профиля компании остается вероятная помощь со стороны материнской группы Система (Ba3/B+/BB-), для которой Ситроникс является "principal subsidiary", т.е. важной «дочкой», дефолт которой спровоцирует кросс-дефолт по обязательствам Системы. Размещенный недавно выпуск рублевых облигаций Ситроникса (10.2%) неликвиден.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.01	+0.05	-0.37	-0.69
EMBI+ Spread, бп	240	-10	+36	+71
EMBI+ Russia Spread, бп	153	-10	+18	+57
Russia 30 Yield, %	5.48	0	-0.18	-0.17
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	-0.04	+0.06	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	643.1	-1.0	+129.0	-23.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	89.6	+3.3	-13.7	-25.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-27.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.75	-0.47	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	-0.02	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	90.2	+1.7	-3.0	+29.5
Индекс РТС	2259	-3	-22	+349

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

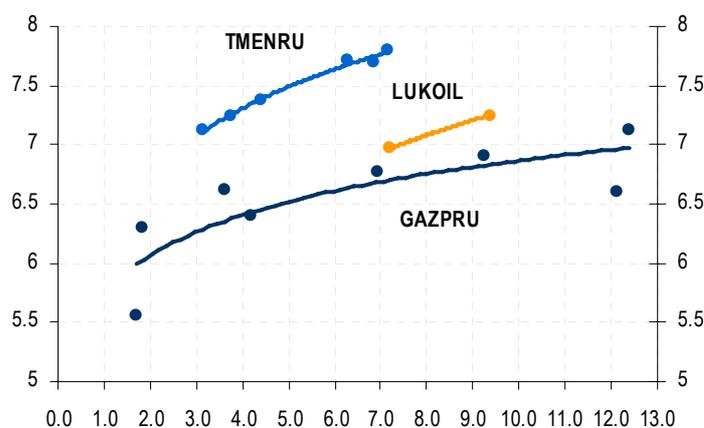
## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вступление в силу плана по «заморозке» ставок по ипотечным кредитам в США, а также довольно неплохие цифрами по розничным продажам за ноябрь вызвали рост аппетита к риску. Доходности **UST** выросли на 5-10бп, а спрэд **EMBI+** сузился до 240бп. Негативные новости – снижение ставки **Банком Англии** и слабые данные по просроченным ипотечным кредитам в США – на этом фоне были проигнорированы.

Выпуск **RUSSIA 30** (УТМ 5.48%) крепко держится у отметки в 114 1/4 пп. Его спрэд к **UST** сузился до 147бп. (-5 бп.). В корпоративных выпусках виден осторожный интерес к облигациям первого эшелона, среди лидеров – по-прежнему облигации **ТНК-ВР**. Их спрэд к кривой Газпрома все еще превышает 100 бп:



Сегодня все внимание рынка будет направлено на ноябрьские **Payrolls**.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

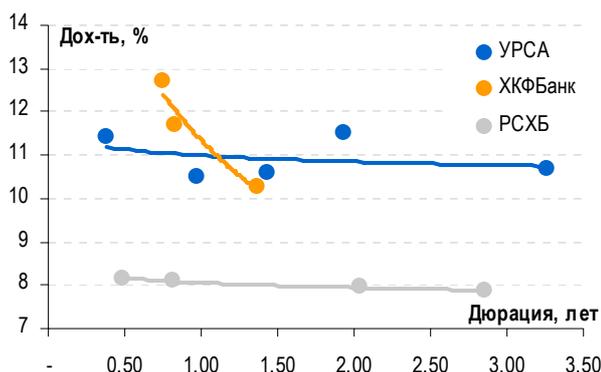
Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На денежном рынке сохраняется благоприятная ситуация – ставки **overnight** остаются около 4%, а объем прямого **репо** с ЦБ сократился еще на 22 млрд. рублей до 50 млрд. Кроме того, по оценкам наших дилеров, ЦБ вчера купил около 1.5-2 млрд. долл. на валютном рынке, т.е. сегодня в систему поступит еще около 40-50 млрд. руб. «свежей» ликвидности.

На этом фоне стартовавшее в среду ралли вчера получило логичное продолжение. Котировки наиболее ликвидных инструментов прибавили около 30-50бп. Наибольшая активность пришлась на выпуски **ЛУКОЙЛ-3** (+50бп; УТМ 6.92%), **ЛУКОЙЛ-4** (+50бп; УТМ 7.06%) и **МосОбл-5** (+50бп; УТМ 6.79%). Торговый оборот в **ОФЗ** оказался неожиданно скромным, однако цены длинных выпусков все же выросли. Мы не исключаем, что сегодня участники рынка могут предпочесть зафиксировать прибыль (по некоторым выпускам котировки за последние 2 дня выросли более чем на 1 п.п.), однако мы сохраняем достаточно позитивный взгляд на перспективы рублевых облигаций до конца года.

Сегодня мы бы хотели обратить внимание на относительно короткие облигации банка **УРСА**, **Россельхозбанка** и **ХКФБанка** – их кривые доходностей сейчас либо плоские, либо и вовсе инверсионные (напомним, все выпуски находятся в **Ломбардном списке**):



Источник: ММВБ, МДМ-Банк

## Сделка по продаже Росбанка (Ba2/NR/BB) группе SocGen может не состояться

Аналитики: Михаил Галкин e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

Газета Ведомости сегодня сообщает о том, что исполнению опциона по увеличению доли SocGen (Aa1/AA-) в Росбанке до контрольной может помешать государственная группа Рособоронэкспорт, которая якобы имеет свои «виды» на банк.

На наш взгляд, подобное развитие событий пока вряд ли стоит рассматривать в качестве «базового сценария». В случае, если разрыв сделки с SocGen все же произойдет, кредитный эффект для держателей облигаций Росбанка будет зависеть от того, кто в результате станет его контролирующим собственником. Если контроль над банком сохранится у группы Интеррос и/или ее акционеров, то кредиторов Росбанка, вероятно, постигнет разочарование. Если же банк перейдет к Рособоронэкспорту (сильной госструктуре), возможно, негативный эффект от разрыва с SocGen будет менее ощутимым. Облигации Росбанка очень низколиквидны. Наиболее крупный из обращающихся выпусков – рублевые еврооблигации на 7 млрд. с погашением в 2009 г.

## УРСА банк (Ba3/NR/B): детали результатов за 9 мес. 2007 г.

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: [Olga.Nikolaeva@mdmbank.com](mailto:Olga.Nikolaeva@mdmbank.com)

Вчера мы получили полный вариант неаудированной финансовой отчетности УРСА Банка по МСФО за январь-сентябрь 2007 г. Напомним, что ранее (13 ноября 2007 г.) мы комментировали краткий вариант отчетности банка за этот период. Тогда нам не удалось оценить качество ссудной задолженности на отчетную дату из-за недостатка информации. «Полная» отчетность позволяет говорить о незначительных улучшениях. Так, показатель NPL ratio (уровень просрочки), рассчитанный только по розничным кредитам, по итогам 9 мес. 2007 г. составил 10.0% против 11.1% на начало года. На этом фоне логичным выглядит снижение уровня резервирования до 3.6%. (4.2% на начало 2007 г.). Тем не менее, качество портфеля потребкредитов УРСА Банка пока заметно уступает Русскому Стандарту (NPL ratio 4.7% на 01.07.2007.).

Мы нейтрально относимся к облигациям банка на текущих уровнях. В облигациях УРСА Банка нам больше всего нравится выпуск УРСА-7 (УТР 11.5%), который недавно попал в Ломбардный список ЦБ, но все еще предлагает более высокую доходность по сравнению с другими выпусками банка.

**Основные финансовые показатели УРСА банка, МСФО**

млн. руб.	2006 г.	6М 2007 г.	9М 2007 г.
Процентные доходы	7 593	8 384	14 258
Процентные расходы	3 550	4 015	6 568
Чистый процентный доход	4 043	4 369	7 690
Чистый комиссионный доход	1 997	1 074	1 618
Операционные расходы	1 535	1 188	2 151
Чистая прибыль/убыток	1 464	1 434	2 366
Собственный капитал	15 021	26 414	27 346
Ссудный портфель	67 106	97 002	128 957
Активы	111 611	143 723	165 595
<b>Основные коэффициенты</b>			
Чистая процентная маржа	10.1%	8.3%	8.5%
Рентабельность собственного капитала	29.9%	31.7%	14.9%
Рентабельность активов	2.7%	2.5%	2.3%
Cost/Income ratio	49.5%	50.5%	60.8%
Достаточность собственного капитала	15.1%	19.6%	16.5%*

Источник: УРСА банк, оценка МДМ-Банка, \*- Капитал /Активы



МДМ-Банк  
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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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

Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@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.