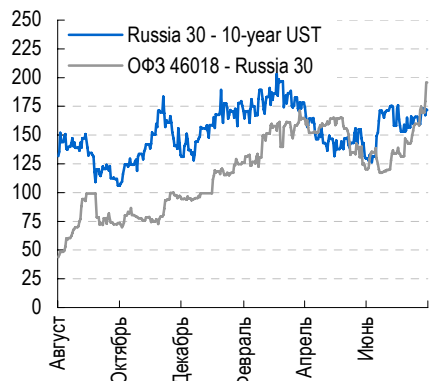


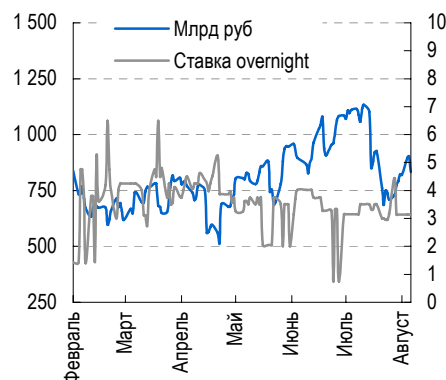
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 13 августа 2008 г.

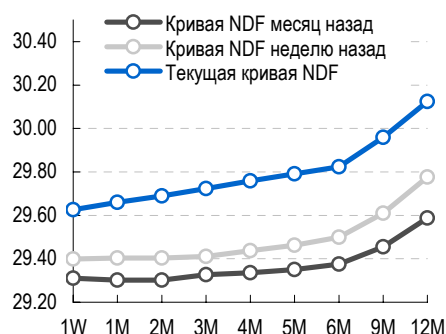
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

13 авг	Статистика по розничным продажам в США
14 авг	Размещение руб. обл. Сибирьтелеком-8
14 авг	Размещение руб. обл. Вестер-Финанс-1
14 авг	Размещение руб. обл. Европлан-1
14 авг	Индекс потребительских цен CPI (июль)
15 авг	Уплата акцизов, ЕСН, страховых взносов
15 авг	Индекс Empire Manufacturing
15 авг	Индекс потреб. доверия U.Michigan

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снова снижаются – в центре внимания финансовый сектор. Российские еврооблигации на прекращение огня в Южной Осетии реагируют сдержанно (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ** снова покупает валюту, рубль укрепился. Долговой рынок отыгрывает падение котировок, случившееся в понедельник (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Европлан (NR): комментарий к размещению** (стр. 3).
- ХКФ Банк (Ваз\В+)** объявил об окончательной отмене дополнительных комиссий по кредитам (Источник: Ведомости). Хотя показатели рентабельности банка в ближайшее время и могут оказаться под давлением, мы склонны оценивать кредитный эффект данного события скорее как умеренно-негативный, близкий к нейтральному. Прежде всего, банк в течение всего последнего года подстраивал свою продуктовую линейку, постепенно отказываясь от комиссий и увеличивая процентные ставки. Во-вторых, ключевые факторы поддержки ХКФ банка: высокие показатели адекватности капитала и поддержка со стороны материнской PPF Group остаются не затронутыми.
- Розничная сеть Копейка (S&P CCC-)** продала фонду, входящему в группу Уралсиб, 18 магазинов по схеме «sale leaseback» (Источник: Интерфакс). Сумма сделки не разглашается, однако в СМИ приводится оценка около 1.5 млрд. руб. Напомним, что ранее Копейка сообщала о своем намерении аккумулировать средства для прохождения наступающей 20-го августа оферты за счет продажи части недвижимости (см. наш Комментарий от 1 августа). На наш взгляд, данная новость еще раз подтверждает серьезность намерений компании в отношении выполнения своих обязательств по облигациям. В настоящее время выпуск Копейка-3 торгуется на уровне 98.5% от номинала (УТР 34.66%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.90	-0.10	-0.06	-0.13
EMBI+ Spread, бп	293	+6	-8	+54
EMBI+ Russia Spread, бп	177	+3	+8	+30
Russia 30 Yield, %	5.62	-0.05	+0.08	+0.11
ОФЗ 46018 Yield, %	7.58	+0.12	+0.70	+1.11
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	672	-58.1	-33.7	-216.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	160.8	-12.0	-248.8	+46.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-163	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.38	-0.58	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.67	-0.39	+0.22	-0.06
Нефть (брент), USD/барр.	111.2	-1.5	-33.3	+17.3
Индекс РТС	1804	+61	-363	-487

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ – ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Во вторник основными ньюсмейкерами стали крупнейшие мировые банки. К сожалению, известия снова оказались негативными: по итогам 2-го квартала убыток **UBS** оказался больше, чем ожидалось, а **JP Morgan** объявил об очередных списаниях (до 1.5 млрд. долл.). Экономические данные произвели неоднозначное впечатление: с одной стороны, заметно уменьшился дефицит торгового баланса США, индекс «экономического оптимизма» оказался лучше ожиданий, с другой стороны, дефицит федерального бюджета разросся до 102 млрд. долл. (аналитики ожидали 88.5 млрд. долл.). Рынки вчера были достаточно волатильными, но в итоге индексы акций снизились (**DJI** -1.2%), а котировки **UST** выросли. По итогам дня, доходность **2-летних нот** снизилась на 12бп до 2.43%, **10-летних** – на 10бп до 3.90%.

EMERGING MARKETS

Сегмент развивающихся рынков вчера показал положительную динамику, но от американского рынка **EM** все же «отстали»: спрэд **EMBI+** расширился на 6бп до 293бп. Для российского рынка главной новостью стало завершение активной фазы силовой операции в Южной Осетии. После выхода новости резко пошли вверх индексы акций, однако в еврооблигациях реакция была довольно сдержанной. Выпуск **RUSSIA30** (YTM 5.62%) вырос в цене примерно на 1/4пп, CDS снизились на 10бп до уровня в 106-108бп. Спрэд российского бенчмарка к **UST10** в течение дня достигал 165бп, но за ночь он «технически» (из-за ралли в **UST**) вернулся к отметке в 171-172бп. В корпоративном сегменте обстановка также улучшилась, на экранах появились «биды», но реальных покупок немного – инвесторы все еще осторожничают. Мы отметили сделки в выпусках **CHMFRU13** (YTM 9.27%), **TRUBRU11** (YTM 9.95%).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ХУДОЙ МИР ЛУЧШЕ ХОРОШЕЙ ВОЙНЫ

Финансовые рынки весьма позитивно отреагировали на заявление Президента РФ **Д.Медведева** о прекращении активных военных действий в Южной Осетии. Цены акций буквально взлетели (**ММВБ** +2.63%, по итогам дня), одновременно курс рубля по отношению к бивалютной корзине укрепился до 29.67 рублей (-40 коп.). Кстати, вчера ЦБ вернулся к своему привычному амплуа – по оценкам наших дилеров, регулятор **купил** около 350-370 млн. долл. Сумма, конечно, небольшая, однако радует сам факт прекращения оттока капитала. Кроме того «план покупок» у ЦБ в начале месяца, вероятно, меньше, чем в период налоговых выплат.

Вместе с тем, нельзя сказать, что проблемы с дефицитом рублевой ликвидности ушли в прошлое. Конечно, напряжение на денежном рынке уменьшилось – ставки **overnight** немного снизились, однако они все еще держатся на уровне 7%. Объем рефинансирования в банковской системе остается значительным – в рамках операций **прямого репо** банки заняли у ЦБ порядка 212 млрд. рублей (на 30 млрд. рублей меньше, чем в понедельник). Одновременно, правда, на депозитном аукционе **Минфин** разместил рекордные 119 млрд. рублей. Мы полагаем, что ситуация с ликвидностью продолжит улучшаться, но, учитывая относительно небольшой объем валютных интервенций ЦБ и довольно скорое начало налоговых выплат, вряд ли этот процесс будет идти быстрыми темпами. Поэтому, на наш взгляд, вероятность того, что до конца месяца мы снова увидим ставки денежного рынка около 4%, невелика.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Настроение инвесторов на рублевом долговом рынке вчера было более оптимистичным, чем в понедельник, спросом пользовалось достаточно большое количество выпусков. По итогам дня, котировки почти всех облигаций **1-го эшелона** подросли примерно на 25бп, любопытно, что цены **ОФЗ** продолжили снижаться – **46021** (УТМ 7.31%, -58бп), **46020** (УТМ 7.96%, -25бп), **25057** (УТМ 6.15%, -25бп). В выпусках **2-го эшелона** также активизировались покупатели, можно отметить **ОГК-5** (УТР 8.65%, +10бп), **АФК Система-1** (УТР 8.88%, +18бп), **МТС-3** (УТР 8.97%, +16бп).

Мы полагаем, что в ближайшее время котировки рублевых облигаций продолжат расти, однако, скорее всего, это будет происходить лишь в рамках коррекции после обвала в понедельник. Вместе с тем, фундаментально ситуация на долговом рынке скорее несколько ухудшилась - к большому «навесу» первичных размещений прибавились неожиданный отток капитала и рост политических рисков России в глазах иностранных инвесторов.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Белгарнкорм-1** (УТР 15.63%) процентная ставка до погашения в декабре 2008-го года была зафиксирована на уровне 11% (ранее было 15%).

Европлан (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы Европлан объемом 2 млрд. руб. с погашением через 3 года и офертой через 2 года. Эмитентом выступает основная операционная компания группы – ЗАО «Европлан», поручителем – ООО «Европлан-Авто» – компания, выступающая в качестве агента по страхованию имущества и предоставляющая эмитенту операционную аренду оборудования, автомобилей и недвижимости.

Европлан - лизинговая компания, специализирующаяся на лизинге автотранспорта предприятиям малого и среднего бизнеса. На этот вид услуг приходится порядка 82% лизингового портфеля компании (на 01.04.08 г.). Помимо автолизинга, Европлан занимается лизингом оборудования. Общий объем лизингового портфеля по итогам 1-го квартала 2008 г. составил USD436 млн. при среднем объеме контракта USD52 тыс. В 2007 г. Европлан был лидером среди российских лизинговых компаний по количеству заключенных договоров. Компания имеет развитую филиальную сеть, которая насчитывает 43 офиса по всей России. Конечными бенефициарами группы являются фонды Baring Vostok Private Equity (67%), Capital International Private equity (26%) и топ-менеджмент компании (7%).

Облигации Европлана очевидно следует рассматривать как одно из многочисленных предложений в сегменте долговых бумаг российских финансовых институтов. На наш взгляд, важными «слабостями» кредитного профиля Европлана являются:

- Очень высокая доля обеспеченного долга – облигации будут достаточно сильно «субординированы»;
- Сравнительно небольшие размеры (активы USD550 млн., капитал – USD82 долл. на 01.04.08). В сегменте финансовых институтов размер имеет большое значение;
- Монопродуктовая бизнес-модель;
- Высокая конкуренция, в т.ч. со стороны банков;
- Слабое регулирование по сравнению с банками (мы считаем организации, регулируемые ЦБ, менее рискованными);

- Отсутствие кредитных рейтингов;
- Непростая юридическая структура по сравнению с банками (у банков за редким исключением 1 юридическое лицо, у Европлана – 4).

Среди достоинств кредитного профиля Европлана мы выделяем:

- Сильные рыночные позиции в своей нише и предположительно хороший потенциал роста;
- Достойный состав акционеров и команды менеджмента с точки зрения качества управления. В то же время, мы не склонны считать фонды private equity «сильными» акционерами, способными предоставить финансирование в стресс-сценарии;
- Наличие отчетности по US GAAP;
- Вполне удовлетворительные финансовые показатели (рентабельность, качество активов, структура капитала, соответствие активов и пассивов по срочности)

На наш взгляд, в ближайшие год-два Европлан имеет хорошие шансы укрепить кредитный профиль за счет поступательного роста и развития и переместиться в более высокую категорию заемщиков. Пока же мы скорее отнесли бы эту компанию к категории финансовых институтов приличного, но все же 3-го эшелона. Мы полагаем, что в текущих условиях необеспеченный рублевый долг такой компании должен предлагать не менее 16% годовых. Мы ориентируемся, например, на облигации ФК Еврокоммерц (17%) – еще одной монопродуктовой финансовой компании, которая, правда, имеет несколько преимуществ перед Европланом (например, совсем короткие активы, меньшая доля обеспеченного фондирования, наличие кредитного рейтинга). Мы предполагаем, что такая быстроразвивающаяся компания как Европлан далеко не последний раз выходит на публичный долговой рынок. Это, а также необычно длинный для дебютанта на нынешнем рынке срок обращения предлагаемых облигаций до ближайшей оферты (2 года) – дополнительные аргументы в пользу того, чтобы потребовать от эмитента высокую доходность.

Ключевые финансовые показатели лизинговой компании Европлан, US GAAP

USD млн.	2006 г.	2007 г.	1K2008 г. неаудир.
Совокупные доходы	31	71	29
Чистый операционный доход	18	46	21
Операционные расходы	13	22	7
Чистая прибыль/убыток	9	21	13
Собственный капитал	42	68	82
Инвестиции в лизинг	177	385	436
Активы	223	489	550
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	14.3%	13.6%	16%
Рентабельность собственного капитала	23%	38%	70%
Рентабельность активов	5%	6%	10%
Капитал/Активы	19%	14%	15%

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	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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.Kuchеров@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, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.