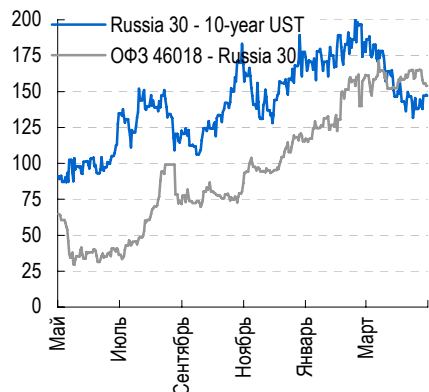


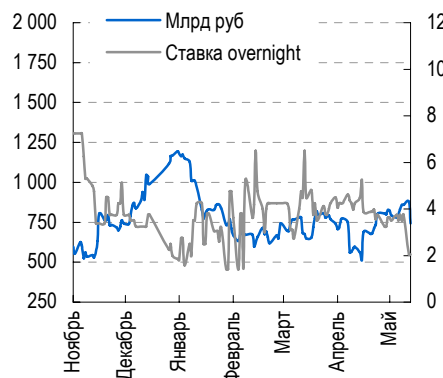
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 27 мая 2008 г.

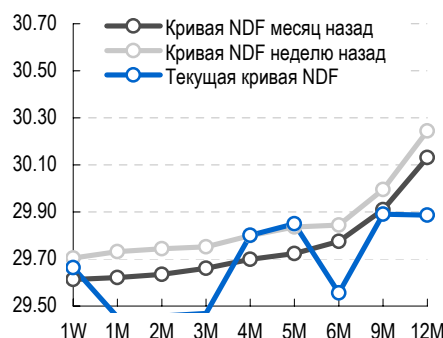
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

27 май	Индекс цен на недвижимость S&P/CS
27 май	Размещение руб. обл. СЗ Телеком-5
27 май	Размещение руб. обл. Севкабель-4
28 май	Уплата налога на прибыль
28 май	Размещение руб. обл. АвтоВАЗ-БО-3
28 май	Размещение руб. обл. АПК Аркада-4
28 май	Размещение руб. обл. Разгуляй-4
29 май	Размещение руб. обл. Якутия-34003

Рынок еврооблигаций

- Вчера в еврооблигациях ровным счетом ничего не происходило. Сегодня утром рынки открылись небольшим ростом доходностей UST (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Котировки остались на месте, несмотря на «tightening» от ЦБ и налоги. Буфером для плохих новостей пока служит избыточная ликвидность и ожидания прихода на рынок облигаций 100 млрд. руб. Фонда ЖКХ (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Центробанк повысил нормативы обязательных резервов для банков (стр. 3).
- Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-/BB-) опубликовал полную версию отчетности за 2007 г. по МСФО (стр. 3).
- Ведомости пишут о возможных налоговых претензиях к розничной сети Техносила (NR). Очень похожая публикация была 4-го мая в газете Коммерсантъ. Безусловно, это не слишком благоприятный новостной фон для Техносилы накануне oferty по рублевым облигациям (новые купоны – 12.5%). Мы хотели бы обратить внимание на то, что финального судебного решения ни по претензиям к оптовому поставщику бытовой техники, ни тем более по его аффилированности с Техносилой пока нет, а сама судебная тяжба может продолжаться еще достаточно долго. Недавно розничная сеть опубликовала управленческую отчетность за 2007 г., в которой отразила рост выручки до 1.4 млрд. долл. и снижение долговой нагрузки в терминах «Чистый долг/EBITDA» с 3.5x до 2.5x.
- Вкратце: Основной бенефициар Холдинга Марта (NR) Г. Трефилов дал интервью газете RBCDaily. Мы не нашли в нем существенной новой информации о кредитном профиле компании по сравнению с тем, что уже упоминалось ранее в СМИ. Последний оставшийся «в рынке» выпуск облигаций Марта-3 торгуется около 90% от номинала (≈ 100% к offerте в августе).
- Вкратце: S&P повысило рейтинг Роснефти на 1 ступень до BBV-.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.84	0	-0.03	-0.19
EMBI+ Spread, бп	259	0	-3	+20
EMBI+ Russia Spread, бп	150	0	-2	+3
Russia 30 Yield, %	5.32	+0.01	-0.02	-0.19
ОФЗ 46018 Yield, %	6.86	-0.01	0	+0.39
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	491.5	-20.8	-20.7	-397.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	252.4	-115.1	+167.7	+137.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	53.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.5	+0.68	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.67	0	+0.06	+0.03
Нефть (брент), USD/барр.	132.4	+0.8	+16.1	+38.5
Индекс РТС	2437	+2	+308	+146

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

«ПОТЕРЯННЫЙ ДЕНЬ»

В связи с праздниками в США и Великобритании сделок в еврооблигациях вчера практически не было. Сегодня утром в ходе азиатской сессии доходности **US Treasuries** подросли на 2-3бп на фоне позитивной динамики индексов акций.

В США сегодня публикуются статистика по рынку недвижимости, индекс доверия потребителей и промышленный индекс **Richmond Fed**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

БЕЗ ИЗМЕНЕНИЙ, НЕСМОТРА НА «TIGHTENING» ОТ ЦБ И НАЛОГИ

Центральным событием вчерашнего дня стало известие о повышении Центробанком нормативов обязательных резервов (см. наш комментарий ниже). После появления этой новости на лентах информагентств в отдельных выпусках **1-2 эшелонов** был отмечен кратковременный всплеск продаж. Например, **ЛУКОЙЛ-4** (УТМ 7.41%), **Газпром-4** (УТМ 6.91%), **Х5-Финанс-1** (УТМ 9.41%), **Кокс-1** (УТМ 9.65%) потеряли в цене около 10-15бп. Однако большинство из них вскоре восстановили утраченные позиции, т.к. **tightening** был справедливо оценен как несущественный. Налоговые платежи также прошли гладко – объем операций прямого репо с ЦБ составил скромные 6.2 млрд., а ставки **overnight** не превышали 3.5-4.0%.

Буфером для плохих новостей пока служат избыточная ликвидность и ожидания прихода на рынок облигаций 100 млрд. руб. от **Фонда ЖКХ**.

НОВЫЕ КУПОНЫ И РАЗМЕЩЕНИЯ

По выпуску **Махеев-Финанс-1** (УТР 14.26%) вчера были определены 3й и 4й купоны, они составили 15.1%. Была также установлена новая годовая оферта, доходность к которой составит 15.63%. Сейчас выпуск торгуется близко к номиналу.

Сегодня состоится размещение двух новых выпусков – **Севкабель-4** и **СЗ Телеком-5**. Комментарий о выпуске **СЗТ** с плавающей ставкой мы публиковали в пятницу на прошлой неделе (23 мая).

Центробанк повысил нормативы обязательных резервов для банков

Аналитики: Михаил Галкин, Максим Коровин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

О том, что такие меры могут быть приняты, мы писали во вчерашнем «Утреннем комментарии», когда обсуждали заявления первого зампреда ЦБ Г.Меликьяна об опасно высоких темпах роста российской банковской системы.

Итак, норматив резервов по обязательствам перед иностранными банками вчера был увеличен на 1.5% до 7.0%, по депозитам физлиц – на 0.5% до 5.0%, по остальным обязательствам – на 0.5% до 5.5%. Одновременно коэффициент усреднения был повышен с 0.45 до 0.5.

Вот что мы думаем по этому поводу:

- Влияние данной меры на ликвидность и стоимость фондирования банков будет незначительным (на 1 мая размер ФОР составлял 345 млрд. руб.; после нововведений он вряд ли увеличится более чем на 12-15%, т.е. на 40-50 млрд. руб.).
- Неравномерно повысив нормативы резервирования, ЦБ сигнализирует банкам о том, что он приветствовал бы укрепление их депозитной базы, равно как и снижение активности по привлечению средств на международных рынках капитала (правда, насколько мы понимаем, еврооблигации не отражаются как обязательства перед иностранными банками, поэтому здесь ЦБ мог бы скорректировать свои требования);
- Мы думаем, что регулятор продолжит ужесточать денежно-кредитную политику, т.к. ситуация с инфляцией (7.2% с начала года) требует от него именно таких действий. Центробанк наверняка еще не раз в этом году повысит и ключевые ставки, и пруденциальные нормативы. Конечно, все будет зависеть от новых данных по инфляции, но мы пока не видим поводов ждать снижения темпов роста цен.
- Мы все меньше верим в номинальное укрепление рубля к бивалютной корзине. На наш взгляд, одномоментное резкое укрепление национальной валюты (на 5-10%) политически неприемлемо. В то же время, незначительная ревальвация не решит инфляционной проблемы, тем более что рубль и так очень быстро укрепляется в реальном (не номинальном) выражении. Кроме того, ревальвация подрывала бы доверие к публичным заявлениям представителей ЦБ (в последнее время не раз говорившим о «неэффективности» этого инструмента борьбы с инфляцией) и лишь усилила бы спекулятивную атаку на рубль в ожидании его дальнейшего укрепления.

Мы полагаем, что денежно-кредитная политика ЦБ в ближайшие месяцы будет как минимум препятствовать снижению доходностей рублевых облигаций.

Русский Стандарт (Ba2/BB-/BB-): результаты по МСФО за 2007 г.

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

Банк Русский Стандарт – лидер в российском сегменте потребкредитования – распространил полную версию отчетности по МСФО за 2007 г., на которую вчера ссылалась газета Коммерсантъ. Каких-либо сюрпризов отчетность не содержит, тем более что мы уже видели результаты банка по РСБУ за 2007 г. и 1-й квартал 2008 г.

Итогом отмены банком комиссий по кредитам и корректировки бизнес-модели стал убыток в размере 670 млн. руб. во 2-м полугодии 2007 г. Чистая прибыль банка по итогам всего 2007 г. снизилась на 34% к 2006 г. и составила 9.5 млрд. руб. Показатели рентабельности, соответственно, ухудшились, но по-прежнему остаются выше средних по российской банковской системе (ROAA 4.7%, ROAE 31.6%). Отчетность по РСБУ

за 1-й квартал 2008 г. указывает на то, что Русский Стандарт постепенно восстанавливает рентабельность – чистая прибыль по итогам периода составила 3.36 млрд. руб.

Уменьшение доступности фондирования в результате мирового кризиса ликвидности фактически привело к остановке роста кредитного портфеля банка. Для укрепления ликвидности баланса Русский Стандарт по итогам 2007 г. сократил свой кредитный портфель на 2.2% (по сравнению с 2006 г.). Учитывая, что проданные в рамках секьюритизации кредиты консолидируются в отчетности по МСФО (т.к. банк продолжает нести по ним кредитный риск, оставляя себе equity-транш), реальный объем кредитного портфеля на балансе банка еще меньше. В 2007 г. в рамках секьюритизации Русский Стандарт продал кредиты почти на 38 млрд. руб.

Остановка роста закономерно привела к ухудшению показателей качества кредитного портфеля – доля просроченных кредитов (свыше 90 дней) составила 5.5%. Мы связываем увеличение доли «просрочки» именно с эффектом остановки роста – в периоды быстрого увеличения кредитного портфеля по большей части кредитов не проходит 90 дней с момента 1-го платежа. Насколько мы понимаем, отсутствие необходимости быстро расти и снижение эффективных процентных ставок сочетались с ужесточением отбора заемщиков, поэтому в реальности качество новых кредитов, выдаваемых банком, скорее повысилось.

Устойчивость баланса банка не вызывает сомнений: Русский Стандарт имеет избыточный капитал, большой запас денежных средств и очень короткую структуру активов (на отчетную дату около 64% активов имели срок жизни менее 3-х месяцев).

Мы еще раз хотели бы повторить тезис о том, что остановка роста банка – «головная боль» акционера, но с кредитной точки зрения она имеет скорее положительный эффект (небольшой негативный штрих на этом фоне – недавнее решение о выплате дивидендов).

Мы сохраняем умеренно-позитивный взгляд на кредитный профиль Русского Стандарта и по-прежнему считаем его рублевые облигации интересными для покупки (YTW от 10.9 до 11.5%) и формирования позиций «с плечом». Их «репуемость» в ЦБ задает «потолок» в стоимости рефинансирования.

Ключевые финансовые показатели Банка Русский Стандарт, МСФО

млн. руб.	2005 г.	2006 г.	6М2007 г.	2007 г.
Процентные доходы	23 591	61 919	35 751	56 200
Процентные расходы	4 094	9 771	5 694	12 068
Чистый процентный доход	19 497	52 148	30 057	44 132
Чистый доход по услугам и комиссиям	818	2 879	1 489	2 296
Операционные расходы	4 905	11 901	8 349	18 157
Чистая прибыль/убыток	5 863	14 546	10 200	9 531
Собственный капитал	12 088	25 229	35 427	35 069
Чистый ссудный портфель	98 678	163 694	171 354	160 138
Активы	112 736	192 909	203 965	208 835
Основные коэффициенты				
Чистая процентная маржа	19.5%	31.7%	35.7%	27.1%
Рентабельность собственного капитала (ROAE)	59%	78%	46.3%	31.6%
Рентабельность активов (ROAA)	7.5%	9.5%	11.5%	4.7%
Доля просроченных кредитов (NPL ratio)	3.7%	4.6%	4.7%	5.5%
Уровень резервирования (Резервы/Валовая ссудная задолженность)	6.5%	9.8%	8.8%	8.2%
Капитал/Активы	10.7%	13.1%	17.3%	16.8%

Источник: Русский стандарт, оценки 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
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		

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.