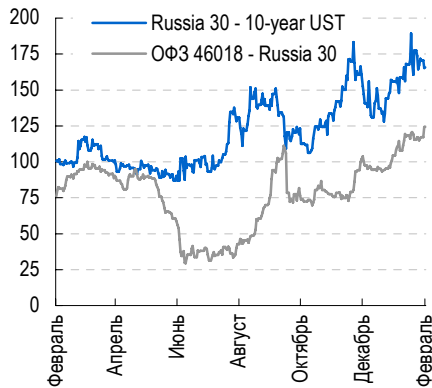


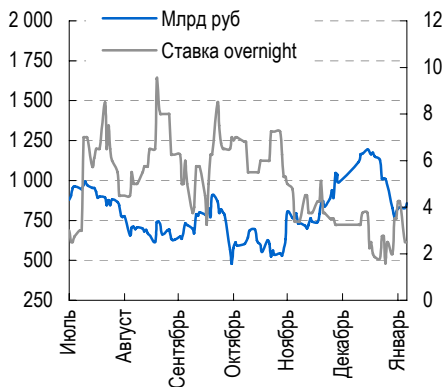
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 5 февраля 2008 г.

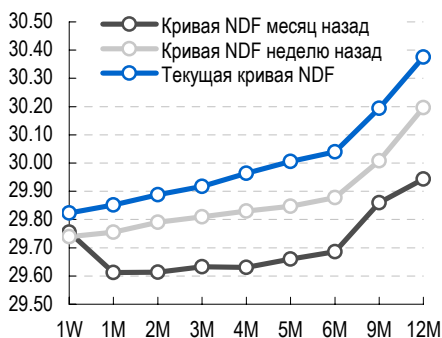
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

5 фев	Индекс ISM в сфере услуг
6 фев	Размещение ОФЗ-46021 (10 млрд. руб.)
6 фев	Размещение ОФЗ-25062 (10 млрд. руб.)
7 фев	Статистика по потреб. кредитам в США
8 фев	Размещение руб. обл. Банк Москвы-2 (10 млрд. р)
8 фев	Размещение руб. обл. Банк Москвы-3 (10 млрд. р)
12 фев	Размещение облигаций ВТБ24-2
14 фев	Публикация торгового баланса США

Рынок еврооблигаций

- В длинных **UST** фиксация прибыли, несмотря на падение индексов акций. В «корпоративках» по-прежнему есть спрос. Еще раз о бумагах **ТНК-ВР** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рынок очень сдержанно отреагировал на пятничные действия **ЦБ**. Помогает дешевая ликвидность. Нам по-прежнему не нравятся длинные бумаги (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Отчетность банков ХКФ (Ва3/В+), Русский Стандарт (Ва2/ВВ-) и УРСА (Ва3/NR/В) за 2007 г., опубликованная на сайте ЦБ, не преподнесла больших сюрпризов.** Наш комментарий на стр. 3.
- Вкратце: Европейская группа Unilever (A1/A+/A+) объявила о покупке производителя мороженого Инмарко (NR).** Такая сделка, безусловно, приведет к резкому снижению кредитного риска по обязательствам Инмарко – небольшой компании с умеренно высокой долговой нагрузкой. Облигации Инмарко (12%) малоликвидны. Они могут быть интересны управляющим компаниям.
- Вкратце: Акционеры ХКФ Банка (Ва3/В+) и НОМОС Банка (Ва3/NR/В+) передумали создавать банковский холдинг.** Вместо этого акционер ХКФ (чешская PPF) будет просто владеть миноритарным пакетом НОМОСа, размер которого может быть в дальнейшем увеличен с текущих 17% до 50%-1 акция (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, новости нейтральны для кредиторов обоих банков. Никто не рассчитывал на значительный синергетический эффект от их объединения. Одновременно снимается неопределенность в отношении того, какова была бы степень контроля PPF над ХКФБ в случае создания холдинга. Напомним, что S&P грозилось снизить рейтинг ХКФБ в случае, если бы доля PPF в холдинге была ниже контрольной. Нам по-прежнему нравятся короткие рублевые выпуски ХКФБ (11.5%), «репыемые» в ЦБ.
- Вкратце: Финская Fortum (A2/A-/A+) претендует на контрольный пакет в ТГК-10 (NR).** (Источник: Ведомости). Ранее сообщалось, что приобрести контроль над ТГК-10 хотят GdF (Aa1/AA-) и ЛУКОЙЛ (Ваa2/ВВВ-). Похоже, что у ТГК-10 в любом случае будет сильный акционер, и это уже учтено в цене ее облигаций (8.23%).
- Вкратце: S&P пересмотрело прогноз рейтинга НФК (В-) на «Позитивный».** У НФК есть рублевые облигации (12.99%). На наш взгляд, они менее интересны по сравнению с высокодоходными банковскими выпусками из списка репо ЦБ.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.65	+0.06	-0.22	-0.38
EMBI+ Spread, бп	270	-6	+14	+31
EMBI+ Russia Spread, бп	169	-6	+6	+22
Russia 30 Yield, %	5.30	0	-0.13	-0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	+0.07	+0.07	+0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	501.5	+5.8	-338.8	-387.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	355	+24.0	+206.0	+240.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	59.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.25	+0.30	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.77	-0.01	+0.10	+0.13
Нефть (брент), USD/барр.	90.5	+1.1	-6.3	-3.4
Индекс РТС	2013	+44	-278	-278

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

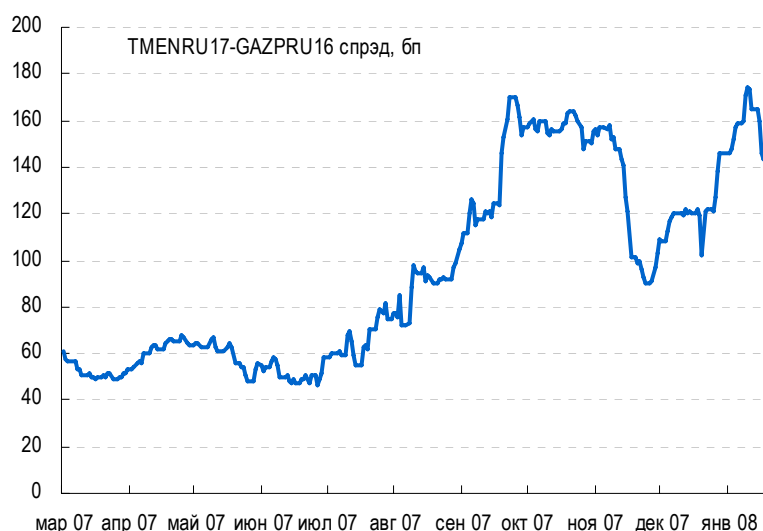
Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Несмотря на то, что фондовые индексы в США вчера падали, доходности длинных **US Treasuries**, напротив, выросли (**UST10yr** +6 бп; 3.65%), при этом **2-летние UST** остались на месте. Судя по всему, инвесторы просто фиксировали прибыль в длинных бумагах, которые находятся вблизи исторических минимумов по доходности. Котировки же **2-летних нот** поддерживаются опасениями рецессии и ожиданиями дальнейшего снижения **FED RATE**. Вчера, кстати, в США была опубликована довольно слабая статистика по рынку труда и спросу на промышленные товары.

В секторе **EM** довольно тихо. Спрэды сужаются из-за динамики **US Treasuries**. Спрэд **RUSSIA 30** (YTM 5.30%) вчера опустился до 165 бп., а котировки остались на уровне пятницы. В корпоративном сегменте сохраняется спрос. Особенно высок интерес к выпускам **MDMBK 11**, **ROLF 10**, **KZOSRU 11** и длинным **TMENRU**. Интерес к бумагам **Казаньоргсинтеза** и **ТНК-ВР** по-прежнему подогревается спекуляциями на тему вероятного вхождения **Газпрома** в капитал этих компаний. Спрэд между выпусками **ТНК-ВР** и **Газпрома**, на наш взгляд, все еще выглядят привлекательно. По нашему мнению, в 2007 г. **ТНК-ВР** закрыла свои потребности в рефинансировании и вряд ли будет размещать еврооблигации в этом году. А вот о **Газпроме** сказать такого мы не можем. Это еще один аргумент в пользу покупки **TMENRU** против **GAZPRU**:



НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Стало известно о намерении нефтесервисной компании **ССК (NR)** в ближайшее время «прощупать» рынок на предмет размещения дебютного выпуска **CLN**.

Холдинг **СИБУР (Ba2/BB)** объявил о возможном размещении евробондов на сумму **USD500 млн**. Ожидается, что окончательное решение эмитент примет к апрелю.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашняя реакция рублевых облигаций на действия ЦБ по ужесточению денежно-кредитной политики была весьма сдержанной. Де-факто ликвидность пока по-прежнему стоит дешево, поэтому вместо агрессивных продаж многие участники рынка предпочли снизить активность, чтобы сориентироваться по ситуации.

Однако полностью избежать снижения котировок рынку вчера не удалось. По понятным причинам пострадали в основном длинные выпуски **ОФЗ** и **1-го эшелона**, потерявшие в цене порядка 25-40бп. В лидерах падения оказались облигации **Газпром-8** (УТМ 7.24%,-44бп), **Газпром-9** (УТМ 7.21%, -30бп), **ОФЗ 46020** (УТМ 6.87%,-35бп) и **РЖД-6** (УТМ 7.17%,-27бп).

Мы рекомендуем инвесторам постепенно сокращать позиции в длинных бумагах, т.к. наш взгляд на перспективы рублевой ликвидности в ближайшие 2-3 месяца скорее умеренно-негативен. Курс бивалютной корзины в последние дни не приближался, а удалялся от беда ЦБ (сейчас 29.81, т.е. +20 коп. к биду), что свидетельствует скорее об усилении тенденции оттока капитала и оставляет меньше шансов на рублевые интервенции Центробанка на валютном рынке. А ведь без инъекций ликвидности от ЦБ нынешнее благополучие на денежном рынке может в течение пары месяцев смениться напряженностью. Наиболее серьезным испытанием для банковской системы должна стать уплата квартального НДС, которая состоится в апреле (налог должен быть уплачен до 20-го числа).

НОВЫЕ КУПОНЫ И ПОГАШЕНИЯ

Компания **ЛенСпецСМУ** (S&P: B) решила воспользоваться предоставленным ей в соответствии с «Решением о выпуске облигаций» колл-опционом и объявила о намерении досрочно погасить выпуск **1-й серии** (УТР 11.25%) 21 февраля. В последние недели выпуск и так торговался вплотную к номиналу, поэтому никаких резких движений в котировках решение ЛенСпецСМУ не спровоцирует.

По выпуску **Красный богатырь-1** (УТР 11.22%) была определена новая годовая оферта, а купон на этот срок был сохранен в размере 11%.

Отчетность банков ХКФ, Русский Стандарт и УРСА за 2007 г. по РСБУ

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

На сайте Центробанка появилась отчетность российских банков за 2007 г. Мы взглянули на форму 101 (оборотная ведомость) трех банков – ХКФ (Ва3/В+), Русского Стандарта (Ва2/ВВ-) и УРСА (Ва3/NR/В). Во-первых, они наиболее широко представлены на рынке облигаций. Во-вторых, их финансовый профиль небезразличен инвесторам в отличие, скажем, от профиля госбанков, которые тоже являются активными эмитентами, но торгуются в первую очередь на факторе господдержки (а их отчетность совершенно игнорируется рынком облигаций).

Ключевые финансовые показатели банков Русский Стандарт, ХКФ, УРСА;

РСБУ	Русский Стандарт			ХКФБ			УРСА		
	2006 г.	9М07 г.	2007 г.	2006 г.	9М07 г.	2007 г.	2006 г.	9М07 г.	2007 г.
млн. руб.									
Чистая прибыль/убыток	14 867	10 460	12 017	1 442	2 380	3 291	3 400	2 145	3 505
Ссудный портфель	161 113	159 435	133 970	26 398	36 133	47 033	59 786	116 526	110 517
Активы	227 713	239 533	228 350	44 166	59 439	73 709	138 105	255 455	253 826
Основные коэффициенты									
ROAA	6.5%	6%	5.3%	3.5%	6.1%	5.6%	4%	1.4%	1.8%
Уровень просрочки	9%	19.3%	19.7%	21.5%	23.7%	19.6%	2.9%	2.5%	3.0%
Уровень резервирования	22.4%	30.4%	25.8%	19.3%	23.2%	19.4%	3.6%	4.0%	4.9%

Источник: данные банков, оценка МДМ-Банка

Никаких сюрпризов в проанализированной отчетности мы не обнаружили.

Из трех банков наименьший прогресс продемонстрировал Русский Стандарт, который в 2007 г. сильнее других пострадал от «закручивания гаек» регуляторами. Отмена банком комиссий по кредитам привела к резкому снижению рентабельности во 2-м полугодии. Уменьшение доступности фондирования на «оптовых рынках капитала», а также несколько погашений облигаций и сделок по секьюритизации кредитов привели к тому, что за год активы банка по РСБУ практически не выросли. Остановка роста привела к резкому ухудшению качества кредитного портфеля – по уровню просрочки Русский Стандарт догнал ХКФБ (см. табл.). Это вполне объяснимо: в периоды активного роста новые кредиты, по которым еще не прошло достаточное количество дней с момента первого платежа, «оптически» улучшают картину с просрочкой. Для более четкого понимания ситуации с качеством кредитного портфеля мы бы хотели дождаться отчетности Русского Стандарта по МСФО. В целом, мы сохраняем умеренно-позитивный взгляд на кредитный профиль банка. Это по-прежнему неоспоримый лидер на российском рынке кредитных карт с большой клиентской базой, передовыми технологиями риск-менеджмента и профессиональной управленческой командой.

Хоум Кредит, напротив, совершил в 2007 г. мощный рывок вперед. Похоже, что менеджмент наконец-то отладил систему управления рисками, что позволило существенно увеличить кредитный портфель, улучшить показатели качества и повысить рентабельность. Поддержка материнской группы PPF остается ключевым фактором кредитного профиля, компенсирующим риски, связанные с высокими потребностями ХКФБ в рефинансировании в ближайшие 12-18 месяцев (банку предстоит погасить ряд выпусков облигаций).

Результаты УРСА Банка производят нейтральное впечатление. Благодаря серии успешных сделок по привлечению долгового и акционерного капитала, а также наращиванию депозитной базы, в 2007 г. банку удалось продемонстрировать очень высокие темпы роста (активы +84% к 2006 г.). С другой стороны, по показателям рентабельности УРСА по-прежнему сильно уступает конкурентам. Доля бизнеса по потребкредитованию у УРСА банка не столь высока, как у Русского Стандарта и ХКФБ, что во многом объясняет заметно более сильные показатели качества кредитного портфеля.

Нам нравятся короткие рублевые облигации всех трех банков из-за их «репутации» в ЦБ.



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

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.