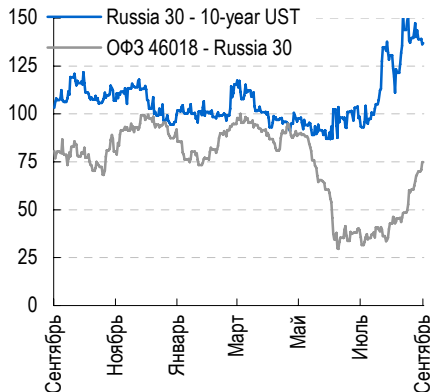


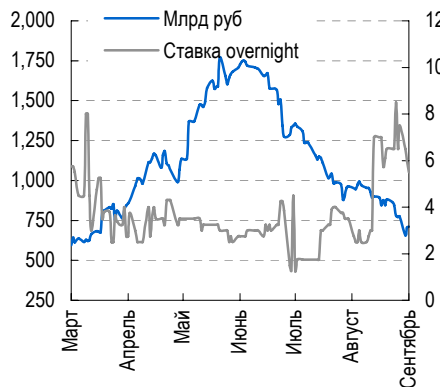
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 5 сентября 2007 г.

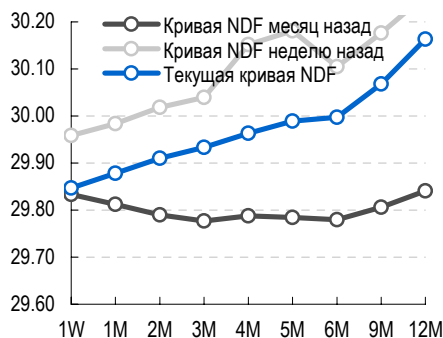
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

5 сен	Число выставок на продажу домов в США
5 сен	"Бежевая Книга" ФРС
7 сен	Nonfarm Payrolls за август
12 сен	Аукцион ОФЗ 46018 (RUB 17 млрд.)
12 сен	Аукцион ОФЗ 46020 (RUB 22 млрд.)
17 сен	Размещение ОБР-3
17 сен	Уплата ЕСН, страховых взносов
20 сен	Уплата НДС

### Рынок еврооблигаций

- Мы ожидаем роста доходностей **UST** в ближайшие дни. Все больше сигналов указывает на то, что 18 сентября **FED RATE** могут оставить неизменной (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций

- Хрупкий позитивный настрой начала дня сменился продажами из-за очередной волны «оттока капитала» и роста вмененных доходностей **NDF**. (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-)** подготовил отчетность за 1-е полугодие 2007 г. Цифры в целом соответствуют тому, о чем мы сообщали по результатам недавней телеконференции с руководством банка (стр. 3).
- Компания Матрица (NR)** рассказала о своих результатах и планах на будущее (стр. 4)
- Вкратце: Инфляция в августе 2007 г. составила 0.1%** (Источник: Интерфас со ссылкой на главу Госкомстата). С одной стороны, этот результат лучше по сравнению с августом прошлого года (0.2%). С другой стороны, с накопленной инфляцией за 8 месяцев на уровне 6.7% шансов уложиться в 8.0% по итогам года у правительства и ЦБ по-прежнему немного. Любопытно, что короткие ставки NDF вчера заметно выросли, отражая ослабление веры в «крепкий рубль».
- Вкратце: Группа РБК Информационные Системы (NR) опубликовала отчетность за 2006 г.** На конец 2006 г. компания имела отрицательный чистый долг. На самом деле, это достаточно устаревшая «фотография» финансового профиля компании. В 2007 г. группа выделила IT-бизнес (37% выручки в 2006 г.), а также начала активно инвестировать в Интернет-проекты. Значительная часть этих инвестиций может быть некапитализируема, что грозит снижением рентабельности РБК. Поэтому по итогам 2007 г. вероятно ухудшение показателей долговой нагрузки. Выпуск CLN RBC 09 предлагает доходность около 9.5%.
- Вкратце: ВБД (Ba3/BB-) и МТС (Ba3/BB-) отчитались за 1-е полугодие 2007 г. по US GAAP.** Обе компании демонстрируют сильные результаты в части выручки и рентабельности. Показатели долговой нагрузки находятся на умеренно-консервативном уровне. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» на конец 1-го полугодия у ВБД и МТС составило 1.3x и 0.5x, соответственно. Реакция в облигациях компаний на результаты отчетности маловероятна.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.55	+0.02	-0.14	-0.15
EMBI+ Spread, бп	223	0	+4	+54
EMBI+ Russia Spread, бп	136	+2	+7	+40
Russia 30 Yield, %	5.91	-0.01	-0.08	+0.26
ОФЗ 46018 Yield, %	6.66	+0.03	+0.24	+0.14
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	401.5	-29.6	-73.5	-264.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	309.4	+36.2	-167.1	+194.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	46.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.21	-0.35	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.77	-0.02	-0.05	+0.09
Нефть (брент), USD/барр.	73.9	+0.5	-0.8	+13.2
Индекс РТС	1905	-22	-66	-5

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера в США были опубликованы первые экономические данные за август – индекс деловой активности **ISM Manufacturing**. Он оказался ниже ожиданий, но все равно достаточно сильным (52.9). Напомним, что значение индекса выше 50 пунктов указывает на рост экономики. На этих данных доходности длинных **US Treasuries** вчера немного выросли (4.55%; +2 бп). Выступавший вчера президент **Ричмондского отделения ФРС** Д.Лэкер в очередной раз отметил, что снижения **FED RATE** можно ожидать лишь в случае замедления роста экономики и ослабления инфляции.

В секторе **Emerging Markets** активность была невелика, спрэд **EMBI+** остался на уровне 223 бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.91%) немного сократил спрэд к UST(136 бп; -2 бп). В корпоративном сегменте активность была крайне низкой. Мы видели незначительный спрос на выпуски госкомпаний, а также **MOBTEL 12** (YTM 7.63%) и **RASPAD 12** (YTM 8.83%).

Сегодня вечером в **США** будут опубликованы данные по рынку недвижимости за июль и «Бежевая Книга» **ФРС**. Мы предполагаем, что в ближайшие дни доходности **UST** могут продолжить рост на фоне появления новых сигналов о том, что 18 сентября **FED RATE** останется неизменной.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стало известно о планирующемся выпуске рублевых еврооблигаций (или CLN) факторинговой компании **Еврокоммерц (B2)**. Выпуск объемом RUB 4 млрд. будет 3-летним, с пут-опционом после 1-го года обращения. Ориентиры по купону установлены достаточно «широко»: от 10.50% до 12.0%. Это соответствует спреду к свопам (к оферте) в 460-610 бп. Для сравнения, на внутреннем рынке рублевые облигации ФК Еврокоммерц со сходной дюрацией торгуются со спредом 400-500 бп., правда, они не отличаются высокой ликвидностью.

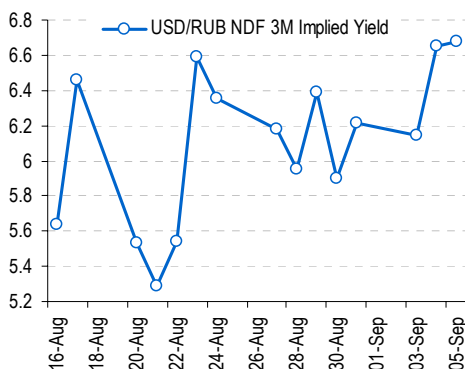
## Рынок рублевых облигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ситуация с рублевой ликвидностью продолжает медленно улучшаться – объем сделок прямого **РЕПО** с ЦБ составил вчера скромные 5.5 млрд. руб. Наше вчерашнее предположение об источнике мощного притока ликвидности в понедельник (бюджет) оказалось неверным – основной объем рублей пришел из **Центробанка**, досрочно выкупившего **ОБР** почти на 100 98 млрд. руб. Ставки overnight вчера находились на уровне 4.5%-5.5%.

Плохие новости пришли вчера с валютного рынка, где, по сообщениям наших валютных дилеров, вчера присутствовал высокий спрос на доллары. Возможно, причиной стали неплохие цифры по инфляции в России за август (см. стр. 1). По итогам дня рубль упал к корзине почти на 7 копеек – до 29.84 руб. Мы отметили и движение валютных форвардов – вмененная доходность 3-месячных **NDF** выросла за день более чем на 40 бп, а с момента «бегства в доллар» 21 сентября – почти на 150 бп.



На этом фоне в рублевых облигациях хрупкий позитивный настрой начала дня сменился продажами. По итогам торгов, ликвидные выпуски госбумаг (**ОФЗ 46017, 46018, 46020**) потеряли в цене по 10-15бп. В большинстве корпоративных выпусков по результатам вторника котировки почти не изменились. На новостях о покупке акций компании **Седьмой Континент** западным инвестфондом **TPG** выросли котировки выпуска **7Континент-2** (УТР 8.81%).

## Русский Стандарт (Ba2/BB-/BB): результаты за 1-е полугодие 2007 г.

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

Распространенная вчера отчетность Банка Русский Стандарт за январь-июнь 2007 г. по МСФО в целом соответствует тем предварительным данным, о которых мы сообщали по итогам телеконференции с руководством банка (см. наш комментарий от 29.08.07).

Банк несколько снизил темпы роста кредитного портфеля и увеличил долю карточных кредитов (55%). Уровень «просрочки» почти не изменился по сравнению с 2006 г. (4.7% против 4.6%). Однако, с учетом списанных безнадежных кредитов этот показатель вырос до 11.1% в 1-м полугодии 2007 г. против 10.3% на конец 2006 г.

Показатели процентной маржи и рентабельности выглядят чуть хуже, чем в 2006 г. (см. табл.), но по-прежнему значительно выше средних значений по российскому банковскому сектору. В дальнейшем мы ожидаем сохранения тенденции снижения показателей рентабельности Русского Стандарта, и связываем такие ожидания с обостряющейся конкуренцией, регулятивным давлением и ростом стоимости фондирования (растут доходности на рынке облигаций, банк увеличивает долю «дорогих» депозитов физ. лиц).

В отчетности указано, что недавнее решение банка об отмене комиссий, по оценкам менеджмента, обойдется Русскому Стандарту от 6.2 до 6.7 млрд. руб. недополученного дохода. К сожалению, не указан временной горизонт такой оценки и не уточняется, идет ли речь о влиянии на доналоговый результат или чистую прибыль. Основываясь на телеконференции с менеджментом, мы полагаем, что речь идет об оценке совокупного эффекта в течение ближайших 4-6 лет. Если это верное предположение, то получается, что цена вопроса – не более 10% чистой прибыли.

На наш взгляд, ожидать реакции на отчетность в облигациях Русского Стандарта в текущей рыночной конъюнктуре вряд ли стоит. Тем не менее, мы находим покупку бумаг банка интересной инвестиционной идеей (доходности от 10.4% до 13.0%). Привлекательности облигациям Русского Стандарта добавляет возможность гарантированно рефинансировать их в ЦБ под 6.0% (мы упоминали об этой торговой идее еще 24 августа). При этом важно понимать, что помимо ценового риска, в случае с облигациями Русского Стандарта присутствуют кредитный риск и риск ликвидности (свободных лимитов не так много).

### Ключевые финансовые показатели Банка Русский Стандарт, МСФО

млн. руб.	2005 г.	6М 2006 г.	2006 г.	6М 2007 г.
Процентные доходы	23 591	25 589	61 919	35 751
Процентные расходы	4 094	4 200	9 771	5 694
Чистый процентный доход	19 497	21 390	52 148	30 057
Чистый доход по услугам и комиссиям	818	874	2 879	1 489
Операционные расходы	4 905	4 809	11 901	8 349
Чистая прибыль/убыток	5 863	6 555	14 546	10 200
Собственный капитал	12 088	17 248	25 229	35 427
Чистый ссудный портфель	98 678	129 136	163 694	171 354
Активы	112 736	150 978	192 909	203 965
<b>Основные коэффициенты</b>				
Чистая процентная маржа	19.5%	32.6%	31.7%	35.7%
Рентабельность собственного капитала (ROAE)	59%	90.4%	78%	46.3%
Рентабельность активов (ROAA)	7.5%	10%	9.5%	11.5%

Доля просроченных кредитов (NPL ratio)	3.7%	-	4.6%	4.7%
Уровень резервирования (Резервы/Валовая ссудная задолженность)	6.5%	-	9.8%	8.8%
Капитал/Активы	10.7%	11.4%	13.1%	17.3%

Источник: Русский стандарт, оценки МДМ-Банка

## Матрица (NR) нейтральные результаты за первое полугодие 2007 г.

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: [Maria.Radchenko@mdmbank.com](mailto:Maria.Radchenko@mdmbank.com)

Вчера представители торговой сети Матрица встретились с аналитиками и инвесторами. В ходе встречи менеджмент и акционер компании прокомментировали финансовые и операционные результаты компании, а также рассказали о стратегии дальнейшего развития.

На наш взгляд, наиболее интересными моментами для инвесторов стали комментарии по поводу того, что:

- компания достаточно активно занимается девелоперскими проектами в Башкирии;
- намерений привлекать сторонних инвесторов в капитал пока нет; такие сделки могут произойти, если Матрице необходимо будет профинансировать поглощение;
- планов по продаже бизнеса более крупной сети у акционеров Матрицы тоже пока нет;
- доля недвижимости в залоге в ближайшее время может увеличиться до 100%;
- компания имеет неиспользованные кредитные лимиты в банках в объеме 350 млн. руб.

Из всех этих утверждений позитивным для держателей облигаций Матрицы мы считаем последнее, т.к. оно свидетельствует об отсутствии у компании острых проблем с рефинансированием, по крайней мере сейчас.

Остальные же новости – об увлечении девелопментом, о низкой вероятности позитивных для кредитного профиля M&A сделок и усилении субординации необеспеченного долга – мы расцениваем скорее как умеренно-негативные для инвесторов в облигации компании. Согласно отчетности за 1-е полугодие 2007 г., долговая нагрузка Матрицы продолжает расти, несмотря на то, что показатели покрытия долга и в 2006 г. выглядели достаточно агрессивно.

Вместе с тем, мы отмечаем, что достоинствами кредитного профиля Матрицы остаются достаточно неплохая капитализированность компании (Долг/Капитал около 1.2х), высокий уровень операционной рентабельности (EBITDA margin 9.1%), сравнительно низкий уровень конкуренции в несколько «закрытом» для федеральных сетей регионе и отнюдь не самый плохой для сегмента розницы 2-3 эшелонов уровень раскрытия информации (промежуточная управленческая отчетность, подготовка аудированной отчетности по МСФО).

Уровень доходности, на котором торгуются облигации Матрицы (около 14.7%; 900бп к ОФЗ), мы считаем вполне адекватным кредитным рискам компании.

### Ключевые финансовые показатели группы «Матрица», МСФО неаудированная, млн. руб

Млн. руб.	2005	2006	1-е полугодие 2007	прирост (к 1-й половине 2006 г.)
Выручка	3 140	4 629	2 888	48%
ЕБИТДА	375	497	263	107%
Чистая прибыль	206	209	72	208%
Долг	2 196	2 835	3 403	
Собственный капитал	2 102	3 039	2 757	
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность ЕБИТДА	11.8%	10.7%	9.1%	+2.6 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	6.6%	4.5%	2.5%	+1.3 п.п.
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.9	6.2	6.5	
Долг/ ЕБИТДА annualized (x) скорректированный			4.2	
Долг/Собственный капитал (x)	1.0	0.9	1.2	

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@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 Муллиндер	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.

© 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.

