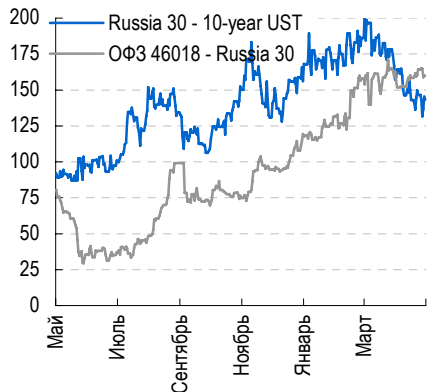
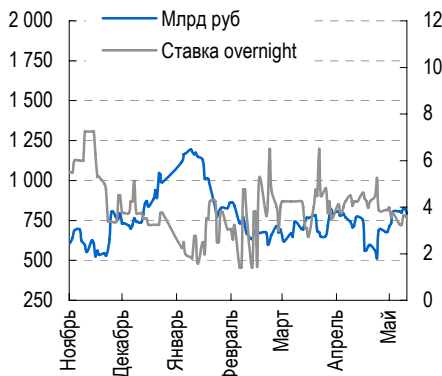


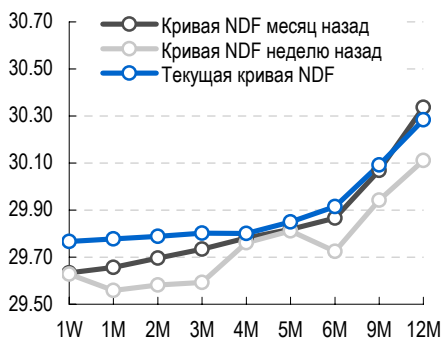
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

16 май	Статистика по строительству жилья
19 май	Индекс Ведущих Индикаторов
20 май	Индекс цен производителей (APR)
21 май	Размещение руб. обл. ВКМ-Лизинг-1
21 май	Отчетность Северстали за кв. 2008
21 май	Стенограмма апрельского заседания ФРС
22 май	Размещение руб. обл. НС-Финанс-1
23 май	Статистика по вторичному рынку жилья США

Рынок еврооблигаций

- Доходности UST наконец-то скорректировались вниз. Надолго ли?
- Евраз завершил доразмещение; на рынок может выйти Северсталь (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Инвесторы снизили активность, «переваривая» нововведения ЦБ (стр. 2).

Новости, комментарии и идеи

- Холдинг Марта (NR): оферта по 2-му выпуску успешно пройдена, но риски остаются высокими (стр. 3).
- Комментарий к отчетности банков ХКФ (Ba3/B+), Русский Стандарт (Ba2/BB-) и УРСА (Ba3/NR/B) за 1-й квартал 2008 г. по РСБУ (стр. 3).
- S&P повысило рейтинг Банка УРАЛСИБ на 1 ступень до «BB-». Рейтинговое агентство отмечает улучшение финансовых и операционных показателей банка. У самого УРАЛСИБа нет публично торгуемых долговых инструментов. Однако на рынке представлены облигации аффилированных компаний – Копейки (16%), НФК (13.5%) и Лизинговой компании УРАЛСИБ (11-14%). Все они имеют общего с банком контролирующего бенефициара – Н. Цветкова. На наш взгляд, укрепление кредитного профиля УРАЛСИБа косвенно оказывает небольшое позитивное влияние на уровень кредитного риска по долгам этих компаний.
- бенефициарами примерно половины акций Банка АК БАРС (Ba2/BB-/BB) являются физические лица. В то же время, из отчетности, заверенной PwC, следует, что 96% акций банка контролируются Республикой Татарстан (Источники: Ведомости; www.akbars.ru). На наш взгляд, если окажется, что Республика действительно не контролирует капитал банка, это может привести к негативной реакции рейтинговых агентств и снижению котировок облигаций АК БАРСа. Ведь тесная связь с Татарстаном является ключевым фактором поддержки кредитного профиля банка.
- Вкратце: Группа Н-Транс (бывшая Северстальтранс; Ba3 от Moody's) продала долю во Владивостокском КТ за 200 млн. долл. На наш взгляд, новости не окажут влияния на котировки выпуска CLN TSPINV 10 (9.75%). Продажа актива увеличит ликвидность баланса Н-Транс, но, в конечном итоге, кредитный эффект будет зависеть от того, как группа распорядится средствами.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.82	-0.09	+0.22	-0.21
EMBI+ Spread, бп	261	+6	-18	+22
EMBI+ Russia Spread, бп	147	+6	-30	0
Russia 30 Yield, %	5.28	+0.05	+0.03	-0.23
ОФЗ 46018 Yield, %	6.87	0	+0.01	+0.40
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	632.4	-35.2	+30.4	-256.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	160.1	+5.4	+46.8	+45.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.85	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.78	+0.07	+0.17	+0.14
Нефть (брент), USD/барр.	122.6	+0.7	+9.9	+28.7
Индекс РТС	2412	+6	+251	+121

Рынок еврооблигаций

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

ДОХОДНОСТИ UST НАКОНЕЦ-ТО СКОРРЕКТИРОВАЛИСЬ ВНИЗ. НАДОЛГО ЛИ?

В четверг участники рынка опять могли выбирать между хорошими и плохими новостями. На этот раз в сегменте **US Treasuries**, как ни странно, оказалось больше пессимистов. А может, рынок просто решил, что пора скорректироваться. Цифры по **промышленному производству в США** и **Нью-Йоркский индекс деловой активности** вчера вышли ниже прогнозов. Статистика по безработице была скорее нейтральной. Чуть выше ожиданий оказался индекс **Philadelphia Fed** – но и он шестой месяц подряд остается в отрицательной зоне. К тому же, по сообщению **ФРС**, объем кредитов, выдаваемых через «дисконтное окно», достиг рекордного значения в 14.4 млрд. долл. в день. В **UST**: доходность 10-летней ноты снизилась на 10бп до 3.81%, 2-летней – на 9бп до 2.43%.

Хороших новостей вчера тоже было достаточно. Собственно, поэтому американские акции закрылись в плюсе. Вчера на конференции в Чикаго и **Бен Бернанке**, и представитель Нью-Йоркского отделения **ФРС Уильям Дадли** отметили, что дополнительные меры по поддержке финансового сектора оказали рынку серьезную поддержку. Глава **ФРС** также заявил, что поддерживает усилия банков по привлечению капитала в целях преодоления кризиса, в том числе от зарубежных государственных инвестфондов (**SWFs**). **Fitch** добавило оптимизма участникам рынка, заявив о том, что банки уже списали до 80% своих потерь от sub-prime активов. Видимо, поэтому уже сегодня на торгах в Азии в **UST** возобновился рост доходностей.

В сегменте развивающихся рынков вчера был замечен небольшой рост котировок вслед за **US Treasuries**, но спрэды по итогам дня расширились (**EMBI+** 261бп; +6 бп). Котировки **RUSSIA 30** (УТМ 5.27%) за день почти не изменились, а спрэд, соответственно, расширился почти на 10бп до 145бп. В корпоративном сегменте активность в основном была сосредоточена в новых выпусках Евраза, которые скорректировались вверх на новостях об успешном доразмещении. Мы также отметили рост котировок **PROMBK 12** (УТМ 11.50%), **VIP 18** (УТМ 8.84%), **VIP 13** (УТМ 8.09%).

Сегодня в США будут опубликованы **цифры по строительству жилья**, а также **индекс потребительского доверия**.

ДОРАЗМЕЩЕНИЕ ЕВРАЗА ЗАВЕРШИЛОСЬ; НА РЫНОК МОЖЕТ ВЫЙТИ СЕВЕРСТАЛЬ

Вчера завершилось доразмещение еврооблигаций **Евраза** (Ba2/BB-/BB) с погашением в 2013 и 2018 гг. Объемы доразмещения составили, соответственно, 250 и 150 млн. долл. Доразмещение прошло по верхней границе обозначенного ранее ценового диапазона (по 101.15), что соответствует небольшой премии (10бп) к уровням вторичного рынка.

На рынке также появилась информация о возможном крупном размещении **Северстали**. Как обычно, это может спровоцировать небольшое снижение котировок «старых» выпусков.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЦЕНТРОБАНК ЗАСТАВИЛ ЗАДУМАТЬСЯ

Мы обратили внимание на то, что вчера торговая активность в рублевых облигациях заметно снизилась. Вероятно, инвесторы все еще «переваривают» нововведения **Центробанка**, вызвавшие переполох на валютном рынке. Единственным ценовым движением, на которое мы вчера обратили внимание, стал необъяснимый рост на 10-15бп цен некоторых выпусков **ОФЗ**.

Пожалуй, главным событием вчерашнего «тихого» дня стала оферта по выпуску **Марта-2**, комментарий по которой мы изложили отдельно (см. ниже).

Несмотря на начало налогового периода (вчера остатки банков в ЦБ сократились почти на 30 млрд. рублей), обстановка на денежном рынке остается стабильной – ставки **overnight** держаться около 3.5-4%, а объем операций прямого **репо** с ЦБ составил вчера лишь около 5.6 млрд. рублей.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Металлсервис-1** (УТР 10.81%) была объявлена годовая оферта с купоном 12%. По облигациям **Гидромашсервис-1** (УТР 11.02%) процентная ставка была сохранена в размере 9.90% до погашения.

Холдинг Марта (NR): очередная оферта пройдена, но риски остаются высокими

Аналитик: Михаил Галкин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Холдинг Марта вчера благополучно выполнил свои обязательства по оферте по 2-му выпуску облигаций. Однако к досрочному выкупу была предъявлена ничтожная часть выпуска – лишь около 1%. Как сообщают газеты Ведомости и Коммерсантъ, аккумулировавший основную часть облигаций Марты 2-й серии Связь-банк не воспользовался офертой, т.к. получил от Марты дополнительные гарантии и/или обеспечение.

Тот факт, что Марте в очередной раз удалось договориться с банками, означает, что ключевые кредиторы пока предпочитают рефинансировать или даже увеличивать кредитование холдинга, чтобы дать время компании для «спокойной» продажи своих ключевых активов (в первую очередь – сети Гроссмарта). Ведь другая альтернатива – сокращение или прекращение кредитования – может спровоцировать еще больший стресс, ликвидацию активов с глубоким дисконтом и больший ущерб для кредиторов.

Однако, на наш взгляд, кредитные риски для держателей облигаций Марты остаются высокими. Во-первых, холдинг может не суметь найти нового покупателя на Гроссмарта до того, как ключевые кредиторы исчерпают возможности по поддержке и/или расширению лимитов на Марту.

Во-вторых «кабальные» проценты по кредитам вместе с дисконтом к справедливой цене продаваемых активов могут «съесть» теоретически позитивную Net Asset Value холдинга, т.е. разницу между справедливой стоимостью активов и обязательств. В этом случае, после ликвидации активов невозможно будет полностью удовлетворить требования всех кредиторов.

Тот факт, что Марта, согласно сообщениям СМИ, уже вовлечена в целый ряд конфликтов и судебных разбирательств с партнерами и кредиторами, касающихся в т.ч. прав собственности на активы компании, лишь усиливает эти риски.

Мы надеемся, что в результате для держателей остатков облигаций Марты (УТН 20-25%) все закончится благополучно. Раскрытие финансовой информации со стороны компании было бы сейчас как нельзя кстати.

Результаты банков ХКФ, Русский Стандарт и УРСА за 1-й кв. 2008 г. по РСБУ

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

На сайте Центробанка появилась отчетность российских банков за 1-й квартал 2008 г. по РСБУ. Мы взглянули на форму 101 (оборотная ведомость) трех банков – ХКФ (ВаЗ/В+), Русского Стандарта (Ва2/ВВ-) и УРСА (ВаЗ/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).

Наиболее успешно дела обстоят у ХКФ Банка. Этот финансовый институт демонстрирует рост кредитного портфеля, резкое улучшение рентабельности активов и стабильное качество кредитов. По последним двум показателям ХКФ даже стал выглядеть чуть лучше по сравнению с Русским Стандартом. Лидер рынка в 1-м квартале, судя по отчетности, сократил кредитный портфель. Похоже, что банк очень ответственно подошел к укреплению ликвидности собственного баланса на случай, если оптовые рынки капитала не откроются для него до того, как наступят сроки погашения по облигациям и кредитам. Вполне закономерно в период стагнации портфеля у Русского Стандарта ухудшились показатели просрочки. В то же время, рентабельность банка восстановилась до приемлемых уровней после «провального» 2-го полугодия, которое Русский Стандарт потратил на корректировку бизнес-модели из-за кризиса и давления регулятора.

Финансовые результаты УРСА Банка выглядят вполне достойно. На фоне стагнирующего кредитного портфеля банк демонстрирует улучшение показателей рентабельности и низкий уровень просрочки.

Нам продолжают нравиться рублевые облигации всех трех банков с точки зрения риск/доходность/репуемость. На наш взгляд, наилучшими моментами увеличения позиций в них будут новые размещения и/или моменты прохождения оферт.

Ключевые финансовые показатели банков Русский Стандарт, ХКФБ, УРСА; РСБУ

млн. руб.	Русский Стандарт			ХКФБ			УРСА		
	2006 г.	2007 г.	1К2008 г.	2006 г.	2007 г.	1К2008 г.	2006 г.	2007 г.	1К2008 г.
Чистая прибыль/убыток	14 867	12 017	3 360	1 442	3 291	1 700	3 400	3 505	1 630
Ссудный портфель	161 113	133 970	122 825	26 398	47 033	51 045	59 786	110 517	107 332
Активы	227 713	228 350	258 055	44 166	73 709	95 361	138 105	253 826	292 172
Основные коэффициенты									
ROAA	6.5%	5.3%	5.5%	3.5%	5.6%	8%	4%	1.8%	2.4%
NPL ratio	9%	19.7%	23.6%	21.5%	19.6%	20.9%	2.9%	3%	2.1%
Provisioning ratio	22.4%	25.8%	28.5%	19.3%	19.4%	20.7%	3.6%	4.9%	5%

Источник: данные банков, 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

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.Kucherov@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.

© 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.