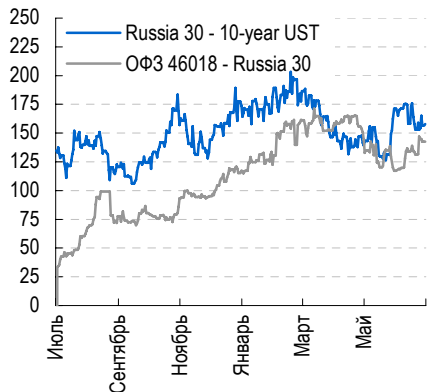


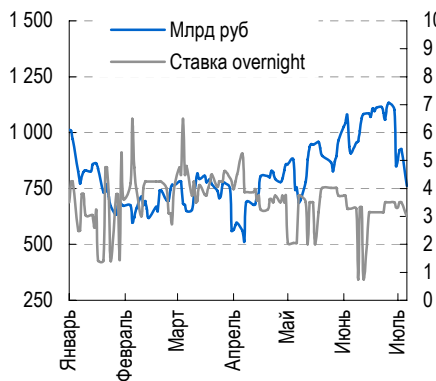
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 28 июля 2008 г.

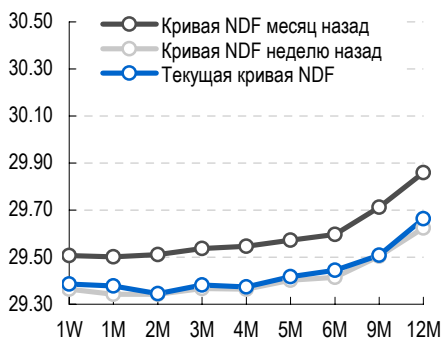
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

28 июл	Уплата налога на прибыль
29 июл	Размещение руб. обл. Северная казна-2
29 июл	Размещение руб. обл. Жилсоципотека-3
29 июл	Размещение руб. обл. Банк Стройкредит-1
30 июл	Размещение руб. обл. Промтрактор-3
31 июл	ВВП США за 2 кв. 2008г.
31 июл	Размещение руб. обл. МОЭК-1
1 авг	Nonfarm Payrolls за июль

Рынок еврооблигаций

- Довольно сильная макроэкономическая статистика из США способствовала росту доходностей US Treasuries. На российском рынке преобладают продажи. Интересное предложение от Н-Транс (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Из-за ситуации вокруг Мечела в пятницу котировки рублевых облигаций снизились. Аукционы по Вымпелкому-1 и ОФЗ прошли без сюрпризов (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Банк Стройкредит (ВЗ): комментарий к размещению (стр.3)
- Комментарий к отчетности банков ХКФ (Ва3/В+), Русский Стандарт (Ва2/ВВ-) и УРСА (Ва3/NR/В+) за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ (стр. 4).
- GAZ (NR) намерен до конца года определиться относительно создания СП стоимостью до 1 млрд. долл. с GM (ВЗ/В/В-) или другим крупным автопроизводителем. (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, такой проект вполне по силам компании. Только за счет собственного операционного денежного потока ГАЗ вполне может профинансировать 350-450 млн. долл. инвестиций в год. Кредитный профиль компании также не вызывает опасений. Выручка по итогам 2007 г. составила 153 млрд. руб. при рентабельности по EBITDA 10.1%. Долговая нагрузка составила 1.8x в терминах Долг/ЕБИТДА. Благодаря короткой дюрации (оферта в середине февраля 2009 г.), облигации ГАЗа (УТР 9.5-10%) могут рассматриваться как неплохой защитный актив.
- Daimler (A3/A-/A-) ведет переговоры о покупке 42% акций Камаза (NR) примерно за 1.9-2.1 млрд. долл. (Источник: Ведомости). Мы не ожидаем сколько-нибудь серьезной реакции в обращающемся на рынке выпуске Камаз-2 (УТР 9.05%) ввиду короткой дюрации.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.10	+0.10	0	+0.07
EMBI+ Spread, бп	276	-8	+4	+37
EMBI+ Russia Spread, бп	160	-10	+10	+13
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.02	+0.05	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	7.09	-0.01	+0.22	+0.62
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	443.1	-86.2	-115.1	-445.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	318.2	-78.9	-30.8	+203.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	117.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.08	+0.08	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.37	+0.01	-0.14	-0.27
Нефть (брент), USD/барр.	124.5	-1.9	-15.8	+30.6
Индекс РТС	1951	-116	-368	-340

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

НЕОЖИДАННО СИЛЬНАЯ СТАТИСТИКА В США

Довольно беспокойная неделя на мировых фондовых рынках завершилась на мажорной ноте: в пятницу после публикации весьма сильной макроэкономической статистики фондовые индексы потянулись вверх, равно как и доходности **US Treasuries**. Что касается экономических данных, то они и правда оказались очень неплохими – объем заказов на **товары длительного пользования** в июне вырос на 0.8% (тогда как «рынок» прогнозировал их падение). Одновременно индекс **потребительского доверия U.Mich** и статистика по первичному рынку жилья оказались лучше ожиданий аналитиков. По итогам дня, доходности **UST** вдоль всей кривой выросли примерно на 8-11бп, **10-летняя нота** завершила неделю около 4.10% по доходности.

Предстоящая неделя небогата на макроэкономические данные. Наиболее интересными днями в плане статистики будут четверг и пятница, когда выйдут предварительные данные по ВВП за 2-й квартал, а также **Nonfarm Payrolls** и промышленный индекс **ISM**.

EMERGING MARKETS

В долговом сегменте развивающихся рынков наблюдалось некоторое снижение котировок, но спрэд **EMBI+** сократился до 276бп (-8бп), главным образом, благодаря движению американского рынка. Российский бенчмарк **RUSSIA30** (YTM 5.67%) в цене почти не изменился, спрэд к **UST10** сузился до 156-157бп.

В корпоративном сегменте преобладали негативные настроения – по всей видимости, из-за переоценки рынком политических рисков и связанной с ней отрицательной динамики российского рынка акций. Большинство выпусков 1-го эшелона потеряли по 1/4-1/2пп. На новостях об очередном приобретении Евраза продолжились продажи в еврооблигациях компании – котировки **EVRAZ18** (YTM 9.91%) снизились почти на 1пп. Под давлением недавно размещенного выпуска теряет в цене и **CHMFRU14** (YTM 9.45%) – за пятницу еще 1 1/4 пп. Выпуски **CHMFRU13** (YTM 9.26%) и **TRUBRU11** (YTM 9.93%) хотя и несколько сдали свои позиции, все еще торгуются выше номинала – по 100 1/4 и 100 1/8 пп, соответственно.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ОТ Н-ТРАНС

В новостной ленте **Debtwire** появилось сообщение, что транспортная компания **Н-Транс** (ВаЗ, бывшая Северстальтранс) предложила держателям CLN **TSPINV10** проголосовать за изменение некоторых ковенант по выпуску. К сожалению, какой-либо дополнительной информации от организатора CLN нам получить не удалось.

Из сообщения **Debtwire** следует, что наиболее важным является предложение об отмене обеспечения нот акциями входящих в холдинг компаний **Форватер** и **Петролеспорт**. Судя по всему, холдинг собирается консолидировать и вывести на IPO свои портовые активы, а присутствие их в качестве обеспечения по нотам усложняет этот процесс. Несмотря на то, что отмена обеспечения несколько ослабит привлекательность нот, мы по-прежнему считаем выпуск **TSPINV10** (YTP 9.6%) довольно привлекательным защитным активом, чему немало способствует наличие в его структуре пут-опциона в июне 2009 года. За изменение ковенант эмитент предлагает премию в размере 1 3/4пп по цене. На наш взгляд, это может быть достаточно привлекательным для держателей нот. Однако, прежде чем делать какие-либо выводы, следует дождаться дополнительной информации.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ПОЛИТИЧЕСКИЕ РИСКИ И СТАВКИ OVERNIGHT ПОДРОСЛИ

В пятницу котировки рублевых облигаций ощутимо просели. В первую очередь, продажи были заметны в сегменте облигаций **1-го эшелона**, где достаточно большое количество выпусков потеряли в цене порядка

20-30бп. Вместе с тем в бумагах **2/3-м эшелон** также доминировали продавцы, однако из-за меньшей ликвидности и, в среднем, более короткой дюрации их котировки снизились менее значительно (на 5-10бп).

Котировки рублевых облигаций давно находятся под давлением, главным образом, из-за большого «навеса» нового предложения. Однако, на наш взгляд, причина пятничного падения кроется, скорее всего, в переоценке некоторыми участниками рынка политической составляющей риска российских заемщиков из-за ситуации вокруг **Мечел (NR)**. Также не исключено, что падение рынка акций спровоцировало волну margin calls, и некоторым инвесторам пришлось продавать облигации, чтобы покрыть потери. Кстати, сам выпуск **Мечел-2** (УТР 11.91%) в пятницу потерял в цене около 4-5%

Одновременно с этим, негативные новости пришли с денежного рынка – уплата **НДПИ** и части **налога на прибыль** привела к оттоку порядка 165 млрд. рублей со счетов банков в ЦБ, что оказалось несколько неожиданным. На этом фоне ставки **overnight** в пятницу временно доходили до 5.5-6%. Не исключено, что сегодня мы увидим увеличения объема операций **прямого репо** с ЦБ, так как понедельник – последний день уплаты налога на прибыль. Вместе с тем, уровень рублевой ликвидности в банковской системе пока остается достаточно комфортным (порядка 760 млрд. рублей). К тому же, ЦБ, по оценкам наших дилеров, продолжает ежедневно покупать по 1-1.5 млрд. долл. Поэтому мы не ожидаем, что сегодняшние налоговые выплаты приведут к сколько-нибудь существенным проблемам.

АУКЦИОНЫ ВЫМПЕЛКОМА И ОФЗ: БЕЗ СЮРПРИЗОВ

Доразмещение **ОФЗ 46021** (УТМ 7.02%) прошло в рамках привычного сценария: **Минфин** не пошел на предоставление премии, поэтому ему удалось продать облигации лишь на 22.1 млн. рублей. В ходе размещения выпуска **Вымпелком-1** доходность сложилась на уровне 9.26% (купон 9.05%). Спрэд к кривой CSS/NDF, по нашим оценкам, составил около 365бп. Примерно с таким же спрэдом к свопам торгуется сравнимый по дюрации выпуск еврооблигаций **VIP 10** (УТМ 6.88%).

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **РК-Газсетьсервис-1** (УТР 17.39%) была объявлена новая годовая оферта, купон на этот период был сохранен в размере 12%. Также в облигациях **ТрансТехСервис-1** (УТР 11.79%) появилась новая полугодовая оферта, процентная ставка была повышена до 12% (ранее 10.39%).

Банк Стройкредит (ВЗ): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа банка Стройкредит объемом 1 млрд. руб. с погашением через три года и годовой офертой.

Банк Стройкредит – небольшой частный московский банк. По итогам 2007 г. банк занимает 98-е место по величине активов в России (РБК Рейтинг). Региональная сеть финансового института охватывает 28 российских городов. Основными направлениями бизнеса банка Стройкредит в соответствии с недавно разработанной среднесрочной стратегией являются розничное кредитование, кредитование предприятий малого и среднего бизнеса, а также факторинговые операции. Дочерняя факторинговая компания банка «Стройкредит-факторинг» занимает 6-е место в стране по объемам предоставленного финансирования (РБК Рейтинг) - по итогам 2007 г., 13.3 млрд. руб. Конечным бенефициаром банка является А.Горбатский.

В 2007 г. банк активно наращивал кредитный портфель, который по итогам года составил 39% активов. В структуре ссудной задолженности преобладают кредиты юридическим лицам (61%). Доля розничных кредитов при этом стремительно увеличивается. Согласно информации из материалов к размещению, качество ссудной задолженности является высоким (доля просрочки всего 1.22% на 01.01.08г.). Однако в дальнейшем, по мере наращивания портфеля розничных кредитов, банк ожидает роста этого показателя. Исторически значительную долю в структуре активов банка занимал портфель ценных бумаг. По итогам 2007 г. он составил 23% активов. Главными источниками фондирования являются средства юридических лиц (52% пассивов): депозиты и расчетные средства. Объем средств физических лиц составляет 18%

пассивов. Концентрация ресурсной базы достаточно высока: на 7 крупнейших депозитов юридических лиц приходится около 23% пассивов.

В принципе, нам очень нравятся банковские облигации с точки зрения риск/доходность - мы часто рекомендуем их в наших стратегических комментариях. К сожалению, Банк Стройкредит не относится к группе российских финансовых институтов, в отношении которых мы столь оптимистичны. К последним мы обычно относим кредитные организации, для которых справедлива хотя бы одна из следующих характеристик:

- Крупнейшие банки (топ-30). Они, как правило, характеризуются высоким уровнем диверсификации активов и пассивов, имеют конкурентоспособную стоимость фондирования. Кроме того, в отношении них высока вероятность системной поддержки со стороны регулятора в "стресс-сценарии" (too big to fail);
- Банки, имеющие сильного акционера, у которого есть желание и возможности помочь банку в случае необходимости. Поддержка акционера может выражаться и в регулярных инъекциях капитала;
- Динамично развивающиеся банки, имеющие сильные рыночные позиции в том или ином сегменте (продуктовом и/или географическом), являющиеся привлекательными объектами для поглощения.

Нам кажется, что Стройкредит пока не обладает ни одной из указанных выше характеристик, за исключением достаточно развитой филиальной сети. Мы будем рады ошибиться и надеемся, что в среднесрочной перспективе банк станет частью более крупной финансовой группы или получит хороший импульс к развитию за счет инноваций, успешной стратегии и поддержки акционера. В противном случае, в жесткой конкурентной среде, сформировавшейся на рынке, банку будет достаточно тяжело сохранить свои позиции.

Что же касается справедливой доходности по облигациям Стройкредита, то, на наш взгляд, не имеет смысла приобретать их ниже уровня в 15-16%. В противном случае лучше купить выпуски ФК Еврокоммерц (около 16%) или рублевые еврооблигации Восточного Экспресса (предложен новый купон 14.25%)

Ключевые финансовые показатели Банка Стройкредит, МСФО			
млн. руб.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Процентные доходы	819	897	1 352
Процентные расходы	283	320	517
Чистый процентный доход	536	576	835
Чистый комиссионный доход	300	453	708
Операционные расходы	458	693	1 102
Чистая прибыль/убыток	641	405	385
Собственный капитал	1 771	2 176	2 531
Ссудный портфель	4 122	3 726	8 517
Активы	13 908	14 904	21 728
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	5.7%	5.0%	5.8%
Рентабельность собственного капитала	44.2%	20.5%	16.4%
Рентабельность активов	5.7%	2.8%	2.1%
Собственный капитал/ Активы	12.7%	14.6%	11.6%

Источник: Банк Стройкредит, оценка МДМ-Банка

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

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

Мы решили взглянуть на отчетность российских банков по РСБУ за 1-е полугодие, размещенную на сайте Центробанка. Как обычно, мы проанализировали кредитные профили трех банков – ХКФ (Ва3/В+), Русского Стандарта (Ва2/ВВ-) и УРСА (Ва3/В+), так как они наиболее широко представлены на рынке облигаций и вызывают немалый интерес у инвесторов. Несмотря на то, что данные по РСБУ не всегда точно совпадают

с международной отчетностью, они дают достаточно ясное представление об основных тенденциях в части динамики активов и рентабельности.

По итогам 1-го полугодия 2008 г., все банки продемонстрировали заметный рост активов. ХКФ Банк и УРСА Банк продолжили наращивать объемы кредитования, в то время как лидер рынка розничного кредитования – банк Русский Стандарт – пока не спешит этого делать. С начала года кредитный портфель банка сократился почти на 10%. При этом, относительная доля ссудной задолженности в структуре активов всех трех банков постепенно снижается. Однако оговоримся, что несколько более медленный рост кредитного портфеля по сравнению с активами может быть связан с проводимой банками секьюритизацией займов. В соответствии с правилами учета по РСБУ, она не отражается в разделе выданных кредитов. Показатели просрочки банков существенно не изменились. В то же время, БРС удалось остановить рост просроченной задолженности, характерный для периода стагнации кредитного портфеля. По итогам 1-го квартала 2008 г., все банки продемонстрировали некоторое снижение показателей рентабельности, связанное в большей степени с опережающим ростом активов. За исключением БРС, чистая прибыль которого сократилась на 43%, остальные финансовые институты заметно улучшили свои результаты. Однако, что касается ХКФ Банка, мы не исключаем дальнейшего снижения показателей эффективности в том случае, если банку придется полностью отказаться от дополнительных комиссий под давлением регулятора.

Нам продолжают нравиться рублевые облигации всех трех банков. На наш взгляд, наилучшими моментами увеличения позиций в них будут новые размещения и/или моменты прохождения офферт.

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

млн. руб.	Русский Стандарт			ХКФБ			УРСА		
	2006 г.	2007 г.	1П2008 г.	2006 г.	2007 г.	1П2008 г.	2006 г.	2007 г.	1П2008 г.
Чистая прибыль/убыток	14 867	12 017	4 840	1 442	3 291	2 415	3 400	3 505	2 661
Ссудный портфель	161 113	133 970	121 117	26 398	47 033	53 542	59 786	110 517	108 228
Активы	227 713	228 350	277 085	44 166	73 709	118 132	138 105	253 826	336 120
Основные коэффициенты									
ROAA	6.5%	5.3%	3.8%	3.5%	5.6%	5.0%	4%	1.8%	1.8%
NPL ratio	9%	19.7%	22.1%	21.5%	19.6%	22.3%	2.9%	3%	2.2%
Provision ratio	22.4%	25.8%	27.4%	19.3%	19.4%	22.4%	3.6%	4.9%	6.1%

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

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

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
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, 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.