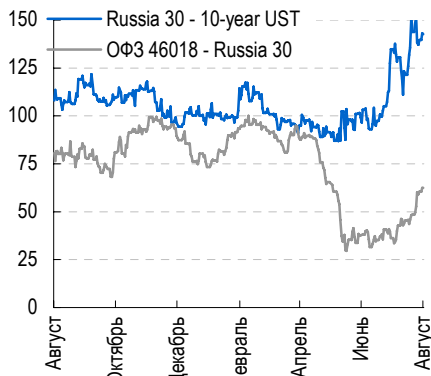
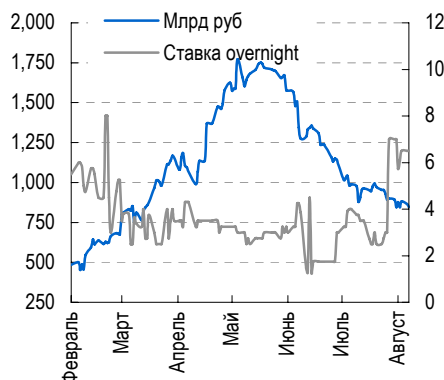


среда, 29 августа 2007 г.

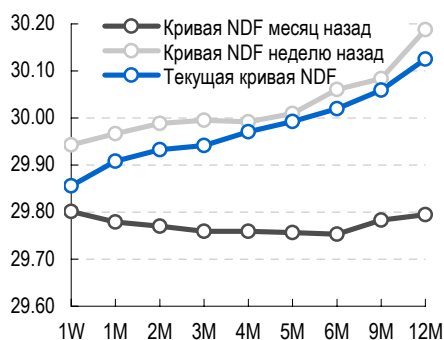
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

28 авг	Уплата налога на прибыль
28 авг	Стенограмма заседания ФРС
31 авг	Платежи за пользование недрами
31 авг	Инфляционный индекс PCE
31 авг	Выступление Б.Бернанке
12 сен	Аукцион ОФЗ 46018 (RUB 4 млрд.)
12 сен	Аукцион ОФЗ 46020 (RUB 10 млрд.)
17 сен	Размещение ОБР-3

### Рынок еврооблигаций

- «Бегство в качество» продолжается – доходности UST снижаются, а EM и российский сегмент расширяют спрэды (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций

- Банки справились с налоговыми платежами за счет рекордных объемов рефинансирования в ЦБ. Покупки долларов на валютном рынке не добавляют оптимизма (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-) провел телеконференцию, в ходе которой руководство сообщило о предварительных результатах за 1-е полугодие 2007 г., а также ответило на вопросы инвесторов. Комментарии и ответы менеджмента и акционера банка произвели на нас позитивное впечатление (стр. 3).

- ХКФБ (Ba3/B+) опубликовал отчетность за 1-е полугодие 2007 г., а также сообщил о привлечении примерно USD200 млн. в рамках первого этапа сделки по секьюритизации портфеля «карточных» кредитов. Сегодня банк проведет телеконференцию для инвесторов. (стр. 4).

- Вкратце: Президент В.Путин подписал указ об акционировании Уралвагонзавода (NR) с закреплением 100% акций в федеральной собственности.** Тем самым дан старт созданию на базе предприятия бронетанкового холдинга (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, новость подтверждает, что УВЗ представляет собой одно из стратегически важных для государства предприятий. В связи с этим можно надеяться на сохранение у УВЗ больших лимитов в российских банках (в первую очередь банках с госучастием), ведь потребности завода в рефинансировании очень значительны. Мы также рассчитываем на то, что с преобразованием в открытое акционерное общество УВЗ станет более информационно прозрачным – пока получить свежую отчетность компании не так просто. Мы нейтрально относимся к облигациям УВЗ (10.6%) на текущих уровнях.

- Вкратце: Группа компаний «Русское море» (NR) отказалась от продажи 20%-ой доли норвежской Austevoll (NR).** По сообщениям СМИ, причинами разрыва сделки стали как нерешительность Austevoll, так и нежелание акционеров делиться потенциалом роста стоимости «Русского моря» (Источники: Ведомости, РБК). Влияние этих событий на кредитный профиль «Русского Моря» мы оцениваем как близкое к нейтральному.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.57	-0.05	-0.19	-0.13
EMBI+ Spread, бп	227	-1	+4	+58
EMBI+ Russia Spread, бп	140	+1	+9	+44
Russia 30 Yield, %	6.00	-0.02	-0.11	+0.35
ОФЗ 46018 Yield, %	6.62	0	+0.15	+0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	422.9	-35.5	-113.0	-243.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	422.4	+16.1	-28.8	+307.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-204.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.46	+0.40	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.89	0	+0.13	+0.21
Нефть (брент), USD/барр.	71.0	+1.1	-5.3	+10.3
Индекс РТС	1896	+31	-71	-14

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходность **10-летних UST** вчера продолжила снижение и достигла 4.51% (-6бп). Причин несколько – во-первых, «плохо себя чувствует» американский рынок акций (**Dow Jones -2.15%**), где в лидерах падения – бумаги финансовых компаний. Во-вторых, статистика по ценам на недвижимость в США оказалась крайне слабой – снижение цен во 2-м квартале стало сильнее за последнее десятилетие. Индекс уверенности потребителей также снизился.

Кроме того, похоже, что участники рынка снова проникаются идеей о скором снижении **FED RATE**. В опубликованной стенограмме августовского заседания ФРС члены комитета четко высказываются в том смысле, что ухудшение ситуации на финансовых рынках является дополнительным негативным фактором, который может привести к замедлению экономического роста. Напомним, что на момент того заседания ФРС ипотечный кризис был еще не столь очевиден.

Активность в сегменте **Emerging Markets** по-прежнему очень низка. Котировки основных индикативных выпусков сползают вниз на минимальных оборотах. Спрэд **EMBI+** вчера расширился на 7бп до 234бп.

Котировки российского выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.98%) достаточно стабильны. Сегодня утром выпуск стоит 110 ½ (+1/8), правда, спрэд к UST расширился до 147бп (+4бп). В корпоративном секторе котировок практически нет.

Сегодня не выходит какой-либо значимой статистики, и мы полагаем, что рынки останутся достаточно нервозными, а «бегство к качеству», вероятно, продолжится.

## Рынок рублевых облигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Рублевый долговой рынок по-прежнему испытывает серьезные проблемы с ликвидностью. Вчерашние налоговые выплаты уменьшили объем банковской ликвидности до 778.5 млрд. рублей (-66.8 млрд.). Сумма сделок РЕПО с ЦБ установила очередной рекорд (более 270 млрд. руб.). Принимая во внимание, что налоговые платежи августа завершились, мы ожидаем постепенного снижения объемов рефинансирования банков в ЦБ.

На валютном рынке стоимость бивалютной корзины выросла до 29.93 руб. (+6 коп.). Судя по комментариям наших валютных дилеров, спрос на доллары не ослабевает.

Объемы торгов как в госсекции, так и в корпоративном сегменте невелики. Причина все та же – наиболее качественные выпуски находятся в залоге. Во 2-3 эшелонах, если проходят хоть какие-либо сделки, цены сразу заметно снижаются – **Мотовилихинские заводы-1** (-30бп; YTM 10.47%), **Седьмой континент-2** (-50бп; YTP 9.86%).

Новость о выдаче ордера на арест М.Гуцериева обрушила котировки выпуска **Русснефть-1** (-3.2пп.; YTM 23.50%). Впрочем, объем торгов был минимальным.

В ходе оферты по облигациям розничной сети **АЛПИ** вчера было предъявлено к выкупу порядка 63% займа. Радует, что эмитент благополучно справился с исполнением своих обязательств в такие трудные времена. В рамках оферты по облигациям **АПК Аркада** сделок вообще не было, что скорее свидетельствует о «нерыночной» аллокации займа.

## Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-) провел телеконференцию с инвесторами

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

Вчера Банк Русский Стандарт провел телеконференцию, в ходе которой руководство сообщило о предварительных результатах за 1-е полугодие 2007 г., а также ответило на вопросы инвесторов. Комментарии и ответы менеджмента, а также присутствовавшего на телеконференции акционера банка (г-на Тарико) произвели на нас позитивное впечатление. Ниже представлены наши заметки об основных вопросах, затронутых в ходе презентации и сессии вопросов/ответов:

- Русский Стандарт видит большой потенциал дальнейшего роста российского рынка потребительского кредитования, как в части дальнейшего проникновения уже существующих кредитных продуктов, так и предложения новых услуг. Банк планирует удерживать лидерство в сегменте «карточных» кредитов (57% ссудного портфеля), а также сохранять или усиливать позиции в сегменте автокредитов (2-е место в России в абсолютных величинах, 14% ссудного портфеля).
- В 1-м полугодии 2007 г. банк заработал почти USD400 млн. чистой прибыли, при этом показатели процентной маржи и рентабельности выглядят чуть хуже, чем по итогам 2006 г. (цифры в таблице могут быть не полностью сопоставимы, т.к. данные за 2005-2006 гг. рассчитывались нами на основании отчетности в рублях, а данные за 1-е полугодие 2007 г. озвучивались менеджментом исходя из отчетности в USD). Показатели качества кредитного портфеля почти не изменились по сравнению с 2006 г. В дальнейшем банк ожидает сохранения тенденции снижения показателей рентабельности. Насколько мы поняли, основные причины – это усиление конкуренции, регулятивного давления и отказ от комиссий и штрафов.
- По поводу недавнего прессинга регуляторов в отношении банка было сказано, что все требования выполнены, все стороны удовлетворены. На наш вопрос о величине упущенной выгоды (потерь) в связи с отказом от комиссий и штрафов были названы цифры на уровне USD50-200 млн. в зависимости от горизонта оценки (1 год – несколько лет).
- В части возросших рисков рефинансирования на финансовых рынках менеджмент отметил, что планирует продолжать совершать сделки на рынках капитала (в августе закрыта синдикация на USD250 млн.), в т.ч. секьюритизации, но в долгосрочной перспективе банк намерен снизить долю внешних заимствований до 20-25% от пассивов. В 2007 г. банку предстоит погасить еврооблигации на USD300 млн., в 2008 г. объем погашения внешних займов составит USD765 млн. (еврооблигации, синдикация и ECP). Банк считает свой баланс очень устойчивым даже в стресс-сценарии, т.к. структура активов очень коротка, и приостановка выдачи кредитов позволит накопить очень большой объем ликвидности (более 80% портфеля погашается в пределах 12 месяцев). Правда, в случае замедления темпов роста, на наш взгляд, вероятно увеличение показателей просрочки.
- Банк на данный момент имеет избыточную капитализацию (Tier II ratio  $\approx$  23%), т.к. акционер оставляет прибыль на развитие банка, тем самым демонстрируя свою поддержку. Согласно комментариям акционера, в ближайшее время у него нет намерений приглашать в капитал сторонних инвесторов.

Мы сохраняем умеренно-позитивный взгляд на кредитный профиль Банка Русский Стандарт. Мы полагаем, что, благодаря высокой технологичности и качеству управления, банк сохранит лидирующие позиции в сегменте потребкредитования. Показатели рентабельности могут заметно ухудшиться, но, учитывая, что сейчас они находятся на уровне, в несколько раз превышающем средние по банковскому сектору, эти изменения не будут критичными для кредитоспособности и рейтингов банка. Короткая структура активов и сильные показатели капитализации обеспечивают высокий уровень устойчивости.

В текущей рыночной конъюнктуре мы не даем рекомендаций по облигациям Русского Стандарта.

**Ключевые финансовые показатели Банка Русский Стандарт, МСФО**

млн. руб., если не указано иное	2005 г.	6М 2006 г.	2006 г.	6М 2007 г. Предварительные рез-ты*
Процентные доходы	23 591	25 589	61 919	
Процентные расходы	4 094	4 200	9 771	
Чистый процентный доход	19 497	21 390	52 148	
Чистый доход по услугам и комиссиям	818	874	2 879	
Операционные расходы	4 905	4 809	11 901	
Чистая прибыль/убыток	5 863	6 555	14 546	395 млн. USD
Собственный капитал	12 088	17 248	25 229	≈ 1.4 млрд. USD
Чистый ссудный портфель	98 678	129 136	163 694	
Активы	112 736	150 978	192 909	7.9 млрд. USD
<b>Основные коэффициенты</b>				
Чистая процентная маржа	19.5%	32.6%	31.7%	
Рентабельность собственного капитала (ROAE)	59%	90.4%	78%	67.7%
Рентабельность активов (ROAA)	7.5%	10%	9.5%	10.5%
Доля просроченных кредитов (NPL ratio)	3.7%	-	5.1%	4.69%
Уровень резервирования (Резервы/Валовая ссудная задолженность)	6.5%	-	9.8%	8.8%
Капитал/Активы	10.7%	11.4%	13.1%	

\*записанные со слов менеджмента или рассчитанные самостоятельно, могут быть допущены ошибки.

Источник: Русский стандарт, оценки МДМ-Банка

**ХКФБ (Ba3/V+): нейтральные результаты за 1-е полугодие 2007 г.**

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

Вчера ХКФБ опубликовал неаудированную отчетность по МСФО за 1-е полугодие. Показатели рентабельности банка улучшились, но в целом результаты произвели на нас нейтральное впечатление.

В 1-м полугодии ХКФБ удалось увеличить чистую прибыль более чем в 3 раза (до 456 млн. руб.), что привело к увеличению рентабельности активов (ROAA) до 2.1%, а рентабельности капитала (ROAE) – до 8.9%. Это наилучшие показатели банка с начала 2006 г.

Рост кредитного портфеля за январь-июнь составил 21%, при этом формально уровень просроченной задолженности несколько снизился (до 13.5%). За этот же период банк списал более 2.5 млрд. руб. безнадежных кредитов (для сравнения, за 1-й квартал было списано всего 0.8 млрд. руб.). Если ли бы мы учитывали их в объеме просрочки, то ее доля в портфеле достигла бы 19.2%.

В соответствии со своей стратегией, ХКФБ продолжает изменять структуру кредитного портфеля в пользу револьверных карточных кредитов (менее рискованны и более доходны), доля которых почти сравнялась с долей традиционных POS-кредитов (46% против 51%, соответственно). Около 3% портфеля в первом полугодии составили ипотечные кредиты, выдача которых в ХКФБ стартовала в начале 2007 г. Чистая процентная маржа увеличилась более чем на 5% по сравнению с началом года.

Нас несколько смущает, что основной вклад в рост прибыли по итогам 1-го полугодия внесли штрафы, взимаемые с клиентов за нарушение условий договоров (495 млн. руб. против 82 млн. руб. за аналогичный период 2006 г.). Учитывая возросшее регулятивное давление на банки в части снижения или отмены комиссий и штрафов по потребкредитам, мы ставим под сомнение способность банка сохранить этот важный источник дохода в будущем.

Как мы уже неоднократно писали, основными «комфортными» факторами для кредиторов Банка по-прежнему остаются поддержка материнской группы PPF и высокие показатели адекватности капитала (TCAR 20.7% по итогам 1П2007 г.), которые, впрочем, в последнее время снижаются.

Учитывая рыночную конъюнктуру, котировки облигаций ХКФБ вряд ли как-либо отреагируют на данные отчетности. В ходе назначенной на сегодня телеконференции ХКФБ любопытно будет узнать, помимо прочего, о прогрессе в формировании альянса с НОМОС-БАНКом.

**Ключевые финансовые показатели ХКФБ, МСФО**

млн. руб.	2005 г.	6М2006 г.	2006 г.	3М2007	6М2007
Процентные доходы	7 785	4 888	10 475	3 552	7 229
Процентные расходы	2 132	1 171	2 333	714	1 526
Чистый процентный доход	5 653	3 717	8 142	2 837	5 702
Чистый доход по услугам и комиссиям	1 033	292	783	188	503
Операционные расходы	6 407	3 740	8 520	2 884	6 039
Чистая прибыль/убыток	309	111	699	204	456
Собственный капитал	8 557	9 306	9 962	10 166	10 431
Чистый ссудный портфель	25 632	24 705	31 781	34 548	38 462
Активы	39 354	36 502	45 386	47 356	51 155
<b>Основные коэффициенты</b>					
Чистая процентная маржа	22%	28.5%	24.7%	31%	30.3%
ROAE	3.6%	2.4%	7%	8%	8.9%
ROAA	0.8%	0.6%	1.5%	1.7%	2.1%
Уровень просрочки	13.9%	16.4%	14.2%	14.2%	13.5%
Объем резервов к объему просроченных кредитов	93%	95.2%	95.5%	100.5%	97.8%
Total Capital Adequacy Ratio	32.2%	31.9%	23.7%	22.3%	20.7%

Источник: ХКФБ, 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.