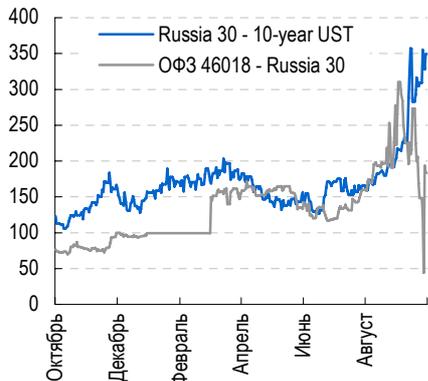
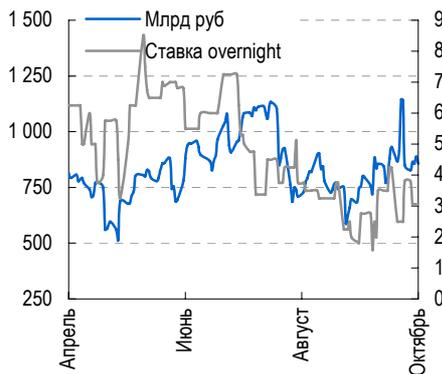


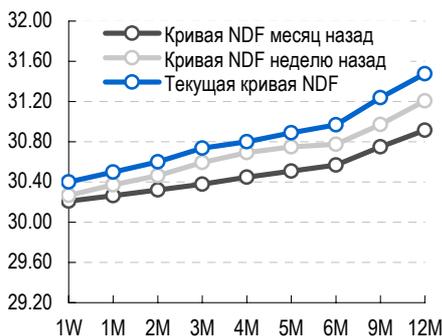
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 окт	Nonfarm Payrolls за сентябрь
3 окт	Индекс ISM в сфере услуг
6 окт	Размещение Газпромбанк-3
6 окт	Размещение Новые горизонты БО-3
7 окт	Статистика по потреб. кредитам в США
8 окт	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
8 окт	Аукционы ОФЗ-46021, ОФЗ-25063
9 окт	Статистика по товарным запасам в США

Рынок еврооблигаций

- «Черный понедельник»; история вершится на наших глазах. **ФРС** еще немного «ослабила» денежно-кредитную политику
- Котировки **RUSSIA 30** опустились ниже номинала; спрэд **EMBI+** на уровне 2003 года (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- **ЦБ** вновь вынужден продавать много долларов
- **Госдума** оперативно одобрит рассрочку **НДС** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **Миракс (B2/NR/B)** наконец-то подготовил аудированную отчетность по **US GAAP** за 2007 г.; хочет встретиться с аналитиками и инвесторами (стр. 4).
- **Правительства Москвы (Baa1/BBB+)** и **Санкт-Петербурга (Baa2/BBB)** планируют поддержать девелоперов (стр. 4)
- **Менеджмент ФК Еврокоммерц (B2)** продал 4.2% акций компании консорциуму инвесторов. Мы считаем это событие нейтральным для кредиторов. Мы думаем, что качество активов Еврокоммерца в последние месяцы ухудшилось (стр. 5).
- **Седьмой Континент (NR)** несколько увеличил долговую нагрузку по итогам 1-го полугодия (стр. 6).
- **Moody's** поместило рейтинг **Московской области (Ba2)** в список на возможное понижение. Moody's отмечает, что перспективы рейтинга региона будет во многом зависеть от того, как администрация области будет рефинансировать долги в ближайшие 3 месяца.
- **ТМК (Ba3/BB-)** прогнозирует выручку в 2008 г. на уровне 6 млрд. долл., **ЕБИТДА** – 1.15-1.2 млрд. долл. Компания прогнозирует, что к концу 2009 г. соотношение «Долг/ЕБИТДА» снизится до 2.0х по сравнению с 2.5х на середину 2008 г. (Источник: Reuters). Доходность коротких еврооблигаций ТМК с погашением в сентябре 2009 г. в ходе последних торгов превысила 20%.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.63	-0.11	-0.11	-0.40
EMBI+ Spread, бп	435	+16	+128	+196
EMBI+ Russia Spread, бп	319	+3	+114	+172
Russia 30 Yield, %	7.12	+0.10	+1.36	+1.61
ОФЗ 46018 Yield, %	8.96	+0.01	+0.43	+2.49
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	645.4	-68.9	-32.7	-243.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	212.2	+38.3	+134.2	+97.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-60.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.06	-1.09	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.38	+0.03	+0.61	+0.65
Нефть (брент), USD/барр.	90.6	-4.7	-17.7	-3.3
Индекс РТС	1153	-36	-507	-1138

Рынок еврооблигаций

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

«ЧЕРНЫЙ ПОНЕДЕЛЬНИК»; ИСТОРИЯ ВЕРШИТСЯ НА НАШИХ ГЛАЗАХ

Вчерашний день был днем исторических движений и антирекордов. Цифры говорят сами за себя. Индекс **Dow Jones** потерял 3.6% и впервые за последние пять лет опустился ниже отметки в 10 000 пунктов. Европейские индексы акций снизились еще значительно (DAX 30 -7%, FTSE -8%, CAC 40 -9%). Однодневный **LIBOR** прибавил 37бп, кредитные спрэды выросли до максимальных за год значений. Индекс волатильности **VIX** тоже обновил рекорд. Неудивительно, что на таком фоне доходности **US Treasuries** снизились вчера вдоль всей кривой на 15-20бп, **10-летние ноты** завершили день на уровне 3.46% (-15бп). На **FOREX** тоже происходили необычайные движения. Так, например, курс AUD/JPY изменился сразу на 13%!



ФРС ОСУЩЕСТВИЛА «СКРЫТОЕ СМЯГЧЕНИЕ» ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Пока **Минфин США** готовится приступить к непосредственному выполнению «плана Полсона», **ФРС** пытается доступными способами разрядить обстановку на финансовых рынках доступными способами. Вчера было объявлено, что суммарный объем экстренных кредитов, доступных коммерческим банкам в ходе аукционов **TAF**, будет удвоен до 900 млрд. долл. Также вчера появилось сообщение, что **ФРС** будет начислять проценты на резервы банков, размещенным в **ФРС**. Некоторые эксперты уже успели назвать это «скрытым смягчением» денежно-кредитной политики.

Сегодня утром пришло сообщение, что **Резервный банк Австралии** снизил учетную ставку сразу на 100бп (накануне **Банк Японии** оставил ставку без изменения). Это позволило азиатским рынкам несколько окрепнуть после значительного падения с открытием торгов (после решения по ставке **Nikkei** подрос примерно на 3.5%, оставшись, правда, пока в отрицательной зоне). Насколько мы понимаем, теперь аналогичных решительных действий по снижению ставок инвесторы будут ждать от **ФРС**.

Сегодня же все внимание участников рынка будет сосредоточено на выступлении главы **ФРС Б.Бернанке**.

ЕМ: НАЗАД В ПРОШЛОЕ

Ухудшение конъюнктуры на мировых финансовых рынках способствует расширению спрэдов по облигациям **Emerging Markets**. Усугубляет ситуацию падению цен на сырьевых площадках (основной источник экспорта для развивающихся стран). Спрэд **EMBI+** расширился сразу на 64бп до 501бп, вернувшись, таким образом, к уровню 2003 года.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 7.51%) снизились примерно на 2пп, опустившись ниже номинала. Спрэд к **UST** расширился до 406бп (+50бп). В корпоративном сегменте полнейшая деморализация участников рынка: ликвидности нет, экраны брокеров пусты.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ: ЦБ ВЫНУЖДЕН ПРОДАВАТЬ МНОГО ДОЛЛАРОВ

Продолжающееся восхождение доллара на **FOREX** и очередной обвал российского рынка акций привели вчера к увеличению спроса на валюту. По оценкам наших дилеров, **ЦБ** вчера вынужден был продать еще около 4.0-4.1 млрд. долл., что стало своеобразным рекордом в плане размера однодневных валютных интервенций с середины августа.

Параллельно несколько обострилась ситуация с рублевой ликвидностью: ставки **overnight** для банков 1-го круга выросли примерно до 6% (+2пп), немного увеличился объем операций **прямого репо** с **ЦБ** (83.71 млрд. рублей, +9.2 млрд.). Вместе с тем, на депозитах в **ЦБ** по-прежнему находится довольно внушительная сумма (около 164 млрд. рублей), что, на наш взгляд, свидетельствует о все еще низком уровне доверия в банковской системе.

ГОСДУМА ОПЕРАТИВНО ОДОБРИТ РАССРОЧКУ НДС

В сегодняшнем выпуске газеты **РБК Daily** появилась заметка о том, что **Госдума** в оперативном порядке (сразу в трех чтениях) рассмотрит законопроект об уплате **НДС** в рассрочку на три месяца. На наш взгляд, лучшим вариантом было бы одобрение законопроекта (в том, что он будет одобрен, сомнений нет) до конца этой недели, так как, насколько мы понимаем, бюрократическая процедура его воплощения в жизнь не ограничивается решением парламента (документ должен подписать президент, соответствующие указания должны получить подразделения налоговых органов). Вместе с тем, до перечисления квартального **НДС** по старому графику осталось всего лишь две недели.

В идеале, если все компании повременят с выплатой **НДС**, это может помочь банковской системе избежать стерилизации ликвидности в объеме 400-500 млрд. рублей. В действительности эта сумма, скорее всего, будет меньше, однако важно, что бенефициарами станут все банки, а не только крупнейшие финансовые институты.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В отличие от рынка акций, торговля рублевыми облигациями вчера не прерывалась. Однако активность была минимальной, поэтому рассуждать о ценовых движениях большого смысла не имеет. Участники рынка, остро нуждавшиеся в ликвидности, продавали бумаги «по любым ценам», в результате мы получили следующие результаты: **РусГидро-1** (УТМ 19.91%, -4.4пп), **Х5-Финанс-1** (УТР 26.54%, -3.17пп), **Вымпелком-1** (УТР 19.52%, -1.77пп) и т.д. Основная часть инвесторов, похоже, предпочитает сейчас занимать выжидательную позицию.

Вчера появилась информация о том, что **Газпромбанк** разместил 3-летний выпуск с плавающей купонной ставкой под 3-месячный MosPrime+1.92% (первый купон равен 11%). В нынешних условиях FRN, конечно же, привлекательнее облигации с фиксированным купоном. Однако, судя по тому, где торгуются, например, короткие выпуски **ВТБ** (13-15%), трудно поверить, что размещение носило «рыночный» характер.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Банк Русский Стандарт-8** была объявлена новая годовая оферта с купоном 15%. В нынешних условиях, похоже, никакой уровень купона не может остановить инвесторов от предъявления бумаг к оферте.

Миракс (B2/NR/B): отчетность за 2007 г. по US GAAP; встреча с инвесторами

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

Вчера мы наконец-то увидели аудированную отчетность группы Миракс за 2007 г. Очевидно, что подготовка консолидированных результатов и их аудит занимают у компании много времени. По сравнению с отчетностью за предыдущие периоды, где консолидация осуществлялась на уровне ООО «Миракс Групп», в отчетности за 2007 г. уже фигурирует новая холдинговая компания – голландская Mirax Group Holding B.V. Мы не уверены в том, как изменился «контур консолидации», и включены ли были на этот раз турецкий и черногорский проекты Миракса.

Очевидно, что в любом случае подготовленная отчетность – это уже достаточно старая «фотография» финансового положения Миракса. Тем не менее, тогда, в конце 2007 г., это финансовое положение выглядело достаточно прочным. В 2007 г. компания признала выручку на уровне 33 млрд. руб., показатель EBITDA составил примерно 15 млрд. руб. (45%), а чистый долг – лишь около 13 млрд. руб.

Напомним, что, судя по последним заявлениям менеджмента, в 2008 г. выручка Миракса достигнет 2 млрд. долл., а консолидированный долг на текущий момент – около 850 млн. долл.

На этой неделе компания планирует провести встречу с аналитиками и инвесторами. По нашему опыту, в ходе подобных мероприятий эмитенты пытаются убедить кредиторов в том, что «все было, есть и будет хорошо». Мы не исключаем, что по итогам встречи в откровенно перепроданных облигациях Миракса появится какая-то поддержка (вчера 2-й рублевый выпуск предлагали по 40% от номинала, с доходностью 200% к погашению в сентябре 2009 г.). Возможно, и самой компании имеет смысл поддержать котировки.

Правительства Москвы и Санкт-Петербурга готовы помочь девелоперам

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

Газета Коммерсантъ со ссылкой на источник в стройкомплексе Москвы сообщает сегодня, что столичное правительство выделит около 2 млрд. долл. на поддержку девелоперов. Деньги будут выдаваться как в качестве субсидий, так и в обмен на акции компаний. Основные претенденты на материальную помощь — застройщики жилья.

Кроме того, газета сообщает, что «протянуть руку помощи» девелоперам решило и правительство Санкт-Петербурга. Чиновники изъявили готовность выкупать участки у тех компаний, которые владеют землей, но не располагают средствами, чтобы завершить проект.

Безусловно, это неплохая новость для кредиторов строительных компаний Москвы и Петербурга. В то же время, сохраняется высокая степень неопределенности относительно сроков и механизмов реализации поддержки. Мы не думаем, что речь идет о каком-то быстром и прозрачном процессе. На наш взгляд, на поддержку местных властей могут в первую очередь рассчитывать те компании, которые вовлечены в выполнение городских заказов (Су-155, Главмосстрой, ПИК).

Седьмой континент (NR): долговая нагрузка увеличивается

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

Продуктовая розничная сеть Седьмой Континент (7К) вчера опубликовала консолидированную аудированную отчетность за январь-июнь 2008 г. по МСФО.

В первом полугодии 2008 г. выручка 7К увеличилась на 22% до 18.9 млрд. рублей. В долларовом выражении продажи выросли на 33%. Операционная рентабельность компании снизилась до 8.7% с 9.9% годом ранее. Компания связывает это с увеличением оборотов в формате «гипермаркет».

Начиная с января 2008 г., 7К открыл 10 новых магазинов (в т.ч. 3 гипермаркета), тем самым увеличив общую торговую площадь на 14%. Насколько мы понимаем, принимая во внимание сложности с привлечением финансирования, компания сокращает объем инвестпрограммы (с 330 млн. до 290-300 млн. долл. в 2008 г.). Однако, на наш взгляд, в текущей ситуации необходимо более кардинальное «затягивание поясов».

С точки зрения долговой нагрузки и ликвидности, профиль 7К несколько ухудшился по сравнению с началом года. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА годовая» увеличилось с 1.7х до 2.8х (мы учитываем банковские депозиты компании). Кроме того, изменилось соотношение между краткосрочными и долгосрочными заимствованиями: доля первых выросла до 85% с 23% на начало года. Без учета показателей Банка Финсервис, который будет де-консолидирован из отчетности 7К, соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам первого полугодия 2008 г. составило бы 1.8х.

У компании по-прежнему остается запас ликвидности в виде денежных средств, размещенных на текущих счетах и депозитах, а также выданных в виде кредитов связанным сторонам (всего около 9.5 млрд. руб.). Качество последней категории активов, очевидно, является недостаточно прозрачным. Еще один фактор неопределенности, о котором следует помнить кредиторам 7К – это предположительно высокая долговая нагрузка на уровне контролирующего акционера компании, который ранее выкупил долю своего партнера.

Среди очевидных достоинств кредитного профиля 7К – чрезвычайно прочные позиции в привлекательном Московском регионе, а также высокая доля недвижимости в собственности.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Седьмой Континент», МСФО

млн. рублей	2005 г.	2006 г.	1 пол. 2007 г.	2007 г.	1 пол. 2008 г.
Выручка	20 157.6	26 034.3	15 467.0	32 558.0	18 949
Валовая прибыль	6 481.5	8 099.0	4 759.5	10 183.8	5 447
ЕБИТДА	2 111.7	2 926.0	1 531.4	3 778.1	1 656
Чистая прибыль	1 332.4	1 838.2	1 335.4	2 536.3	1 014
Долг	2 640.5	1 333.9	8 320.9	11 963.3	13 198
Чистый долг*	686.6	(714.6)	4 919.9	6 448.1	9 175
Собственный капитал	4 659.0	13 586.5	14 571.8	15 741.7	16 750
Активы	1 808.2	19 514.0	27 544.9	34 437.7	36 447
Ключевые показатели					
Валовая рентабельность	32.2%	31.1%	30.8%	31.3%	28.7%
ЕБИТДА margin (%)	10.5%	11.2%	9.9%	11.6%	8.7%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	1.3	0.5	2.7	3.2	3.9
Чистый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	0.3	n/a	1.6	1.7	2.8
ЕБИТДА/проценты	44.7	19.5	33.9	10.4	5.7
Чистый долг /Собственный капитал (x)	0.1	n/a	0.3	0.4	0.5

*Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка; *при расчете чистого долга в качестве денежных средств рассматривались также банковские депозиты*

ФК Еврокоммерц (В2): незначительные изменения в составе акционеров

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

Менеджмент факторинговой компании Еврокоммерц продал часть своих акций – пакет в 4.2% – консорциуму инвесторов во главе с инвесткомпанией Тройка Диалог. Сумма сделки не раскрывается (Источник: Reuters).

Учитывая незначительный размер проданного пакета, а также тот факт, что сделка никак не повлияет на баланс ФК Еврокоммерц, мы воспринимаем транзакцию как нейтральную с кредитной точки зрения.

На наш взгляд, в последнее время качество активов ФК Еврокоммерц несколько ухудшилось, ведь значительную их часть составляет дебиторская задолженность розничных сетей. Как известно, платежная дисциплина ритейлеров сейчас оставляет желать лучшего.



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
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Экономика, стратегия

Николай Кащеев	Nikolay.Kascheev@mdmbank.com
----------------	------------------------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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.