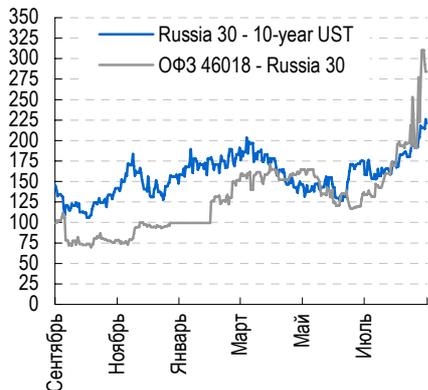
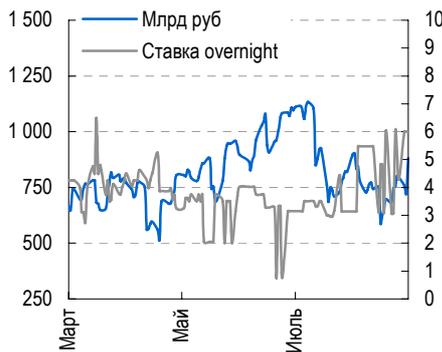


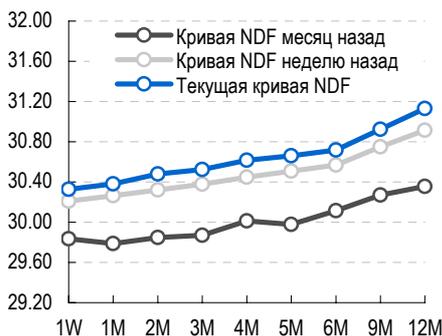
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

10 сен	Аукционы ОФЗ 46020, 26201 (15 млрд. руб.)
10 сен	Погашение ОФЗ 46001 (15 млрд. рублей)
11 сен	Данные по внешней торговле США
11 сен	Индекс импортных цен в США
11 сен	Размещение средств ЖКХ(20 млрд. руб.)
12 сен	Статистика по розничным продажам в США
12 сен	Индекс цен производителей (PPI)
12 сен	Размещение руб. обл. Запсибкомбанк-1

### Рынок еврооблигаций

- На американском рынке очередной виток «бегства в качество». Спрэды EM расширяются до рекордных значений. Обращаем внимание на облигации **Промсвязьбанка** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Проблемы с дефицитом рублевой ликвидности обостряются – ставки **overnight** поднялись до 8% (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- **Дикси: хорошие результаты за 1-е полугодие по МСФО** (стр. 3)
- **Концерн Ситроникс (Fitch B-) опубликовал неаудированные результаты за 1-е полугодие 2008 г. по US GAAP.** Рентабельность компании остается достаточно низкой, а долговая нагрузка на операционный денежный поток – высокой. Соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» по итогам отчетного периода составило около 7х. Мы по-прежнему рассматриваем кредитный риск Ситроникса как производную от риска материнской группы – АФК Система (ВаЗ/ВВ/ВВ-), которая с высокой вероятностью окажет поддержку компании в стресс-сценарии. Мы нейтрально относимся к коротким рублевым облигациям Ситроникса (УТР 12.2%).
- **Розничная сеть Эльдорадо (NR) или ее акционер заключили с чешской PPF Group сделку, которая поможет решить финансовые проблемы компании.** Структура транзакции (долг, акционерный капитал или гибридное финансирование) пока не ясна. Официально о сделке может быть объявлено на следующей неделе (Источник: Ведомости). На наш взгляд, эта новость несколько снижает кредитный риск по облигациям сети Банана-Мама (57% к оферте в октябре 2008-го): насколько мы понимаем, у нее общий с Эльдорадо контролирующий акционер.
- **КЭС (NR) и Газпром (АЗ/ВВВ) рассматривают возможность проведения повторных доэмиссий акций подконтрольных им генерирующих компаний.** Цель – привлечение средств для финансирования инвестпрограмм. Речь в том числе идет о ТГК-1, ТГК-6, ОГК-2 и ОГК-6. (Источник: Интерфакс). Это, безусловно, хорошие новости для кредиторов генерирующих компаний.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.57	-0.11	-0.36	-0.46
EMBI+ Spread, бп	329	+14	+34	+90
EMBI+ Russia Spread, бп	227	+14	+48	+80
Russia 30 Yield, %	5.83	+0.01	+0.17	+0.32
ОФЗ 46018 Yield, %	8.67	-0.08	+1.31	+2.20
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	807.3	+168.9	+137.6	-81.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	74.3	-9.1	-151.5	-40.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-260	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.5	+0.65	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.31	+0.10	+0.84	+0.58
Нефть (брент), USD/барр.	100.3	-3.1	-13.0	+6.4
Индекс РТС	1395	-113	-328	-896

## Рынок еврооблигаций

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

### «БЕГСТВО В КАЧЕСТВО» ВОЗОБНОВИЛОСЬ

Доходности **US Treasuries** вчера снизились на 10-14бп вдоль всей кривой: **10-летняя нота** завершила день с доходностью на уровне 3.57%, что на 11бп ниже закрытия понедельника. Поводов для покупок было более чем достаточно. Основной причиной, вероятно, послужило значительное падение индексов акций (**DJI -2.5%**), ведомых финансовым сектором, после того, как стало известно, что переговоры **Lehman Brothers** с **KDB**, похоже, сорвались. Рейтинговое агентство S&P сразу заявило о возможном снижении кредитного рейтинга Lehman Brothers.

Кроме того, вышедшая в США, макроэкономическая статистика вновь подтвердила, что экономика находится не в лучшем состоянии. Июльские данные по незавершенным продажам домов (**Pending Home Sales**) показали значительное снижение (-3.2%), а цифры по **товарным остаткам**, остающимся на складах, оказались выше ожиданий аналитиков.

Масла в огонь добавил бывший председатель ФРС **Алан Гринспэн**, который в своем выступлении отметил, что не ожидает завершения финансового кризиса до конца этого–начала следующего года. Он также добавил, что, по его мнению, в ближайшее время случаи банкротства коммерческих банков будут только учащаться.

### EMERGING MARKETS

Еврооблигации **EM** на негативные новости из США отреагировали достаточно спокойно – массовых продаж мы не отметили. Вместе с тем, спрэд **EMBI+** расширился на 14бп до 329бп, достигнув, таким образом, максимальных исторических значений. Произошло это, правда, в большей степени за счет движений американского рынка.

«Хуже рынка» выглядели государственные еврооблигации **Аргентины** и **Эквадора**, их спрэды расширились, соответственно, на 35бп и 48бп. В первом случае причиной стал вновь разгоревшийся скандал между правительством и фермерами. Во втором – выступление президента страны, в котором он намекнул, что, в случае существенного падения цен на нефть, правительство будет вынуждено прекратить выплаты по внешнему долгу. Также около 1пп потеряли в цене евробонды **Венесуэлы** после того, как цены на нефть опускались ниже психологически важной планки 100 долл. за баррель (**Brent**).

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.83%) вчера почти не изменились, спрэд «технически» расширился до 226бп(+12бп). В корпоративном сегменте ликвидности по-прежнему практически нет. Мы бы хотели обратить ваше внимание на некоторые диспропорции в ценообразовании евробондов Промсвязьбанка. Выпуск **PROMBK11** сейчас торгуется с доходностью около 12.40%, а чуть более короткий **PROMBK13**, если считать к пут-опциону, около 11.20%. Таким образом, спрэд составляет порядка 120бп, что, на наш взгляд, выглядит довольно нелогично.

### ЕВРООБЛИГАЦИИ РЖД

Вчера на Байкальском экономическом форуме президент **РЖД** В.Якунин подтвердил намерения монополии выйти на рынок еврооблигаций. По словам, РЖД до конца года планирует разместить евробонды объемом около 600 млн. долл., однако это произойдет это только в случае стабилизации рынка.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### РУБЛЬ СТАБИЛЕН; ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ РАСТУТ

Вчера дефицит рублевой ликвидности обозначился более явно: ставки **overnight** увеличились примерно до 8%. Одновременно в рамках операций **прямого репо** с ЦБ банки заняли порядка 264.1 млрд. рублей (+89 млрд. рублей к понедельнику), выбрав лимит на утренний аукцион (170 млрд. рублей) почти на 100%. Также **Минфин** разместил на недельные депозиты 36.5 млрд. рублей под 7.84%. Напомним, что всего бюджет был готов предоставить 160 млрд. рублей при минимальной ставке 7.75%, однако, похоже, участники рынка сочли это предложение не слишком выгодным, сделав выбор в пользу дневного аукциона **прямого репо**, где ставка составила 7.34%.

Скорее всего, спрос на ликвидность вырос из-за того, что сегодня банки должны вернуть в бюджет 119 млрд. рублей, привлеченных на депозитном аукционе 13 августа. Одновременно продолжительный период ослабления рубля вылился в существенное сокращение объемов покупок валюты со стороны ЦБ (традиционный канал поступления ликвидности). По словам наших дилеров, во вторник регулятор и вовсе не был замечен на торгах, чего не случалось уже очень давно. Вместе с тем, вчера бивалютная корзина была весьма стабильна – весь день ее стоимость находилась около 30.30 рублей.

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Рублевый долговой рынок по-прежнему не может похвастаться высокой активностью, главным образом из-за того, что на нем почти не осталось покупателей. В целом же, котировки практически всех выпусков, которые подросли в понедельник, откатились к уровню закрытия пятницы. Подавляющее большинство сделок проходят в **ОФЗ** и **1-м эшелоне**, в остальных сегментах, можно сказать, «полный штиль». Впрочем, во **2-м эшелоне**, как только появляется какой-нибудь интерес на покупку, котировки сразу снижаются: например, вчера около 40bp потерял в цене выпуск **Стройтрансгаз-3** (УТР 13.47%), почти на 1pp подешевел **ГАЗ-1** (УТР 15.21%).

**МИАН** вчера в полной мере выполнил обязательства по оферте, выкупив у инвесторов порядка 25% займа. Новость, конечно, позитивная для долгового рынка, однако в нынешних условиях, скорее всего, пройдет незамеченной.

### О СЕГОДНЯШЕМ РАЗМЕЩЕНИИ ОФЗ

На сегодня было запланировано размещение 2-х выпусков **ОФЗ: 46020** – 6 млрд. рублей, **26201** – 9 млрд. рублей. Однако, как стало известно утром, Минфин их отменил (скорее всего, они будут перенесены). Вместе с тем, сегодня же предстоит погашение выпуска серии **46001** на 15 млрд. рублей, поэтому даже, если бы они и состоялись, оттока ликвидности бы не произошло.

## ДИКСИ (NR): хорошие результаты 1-го полугодия

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Розничная сеть ДИКСИ (NR) вчера опубликовала результаты за январь-июнь 2008 г. по МСФО, а также провела телефонную конференцию для аналитиков, в ходе которой были озвучены прогнозы некоторых финансовых показателей.

Компания продолжает демонстрировать хорошую динамику роста, сохраняя при этом умеренный уровень долговой нагрузки. По итогам полугодия, выручка ДИКСИ достигла 964.4 млн. долл. (+49.1% к 1-му полугодью 2007 г.). В рублевом выражении рост составил 37%. Рентабельность по EBITDA осталась на

уровне 1-го квартала (5.4%; +1.5 пп к аналогичному периоду прошлого года). Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» во 2-м квартале тоже практически не изменилось (2.3х). Мы обращаем внимание на то, что основу долгового портфеля компании составляют долгосрочные займы и кредиты. Это важная позитивная характеристика в текущих условиях повышенных системных рисков рефинансирования.

На сегодняшний день сеть насчитывает 413 магазинов. Учитывая, что на начало года она была представлена 388 магазинами, и в планах компании было открыть в течение года 100, получается, что за оставшиеся 4 месяца 2008 г. ДИКСИ нужно открыть 75 магазинов. В ходе телеконференции менеджмент компании сообщил, что план будет выполнен, отметив, что основная часть новых магазинов традиционно открывается в конце года (когда в рознице наступает пик продаж). Заявленный ранее ориентир по капвложениям на 2008 г. оставлен без изменений на уровне 160-200 млн.долл. При этом в 1-м полугодии на инвестиционные цели уже было потрачено 78 млн. долл.

Что касается прогнозов финансовых показателей на весь 2008 г., то менеджмент ДИКСИ подтвердил озвученный ранее ориентир по выручке в диапазоне 2.0-2.2 млрд. долл. В ходе конференции также было отмечено, что по итогам 2008 г. соотношение Чистый долг/ЕБИТДА не превысит уровень 3.0х.

Недавно в СМИ появилась информация о том, что ДИКСИ планирует разместить допэмиссию и привлечь в капитал порядка 300-400 млн. долл. В ходе конференции никаких новых деталей относительно SPO раскрыто не было. Очевидно, что в нынешних условиях вероятность реализации любой публичной equity-сделки крайне невысока.

В текущей рыночной конъюнктуре мы не видим потенциала для опережающего роста котировок «длинного» выпуска Дикси-1 (около 14.5% YTM), т.к., на наш взгляд, инвесторы еще достаточно продолжительное время будут опасаться бумаг с дюрацией более 1 года.

#### Ключевые финансовые показатели Группы ДИКСИ, МСФО

млн. долл.	2006 г.	1-е полугодие 2007 г.	2007 г.	1-е полугодие 2008 г.
Выручка	1 009.2	646.7	1 443.3	964.4
Валовая прибыль	210.7	150.1	349.0	234.8
ЕБИТДА	44.7	25.2	71.8	52.0
Долг	264.1	n/a	220.1	273.8
Чистый долг	217.0	n/a	169.2	243.4
Собственный капитал	64.5	n/a	217.4	250.0
<b>Ключевые показатели</b>				
Валовая рентабельность (%)	20.9%	23.2%	24.2%	24.3%
Рентабельность ЕБИТДА (%)	4.4%	3.9%	5.0%	5.4%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.9	n/a	3.06	2.6
Чистый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	4.9	n/a	2.4	2.3
Чистый долг/Собственный капитал (x)	3.4	n/a	0.8	1.0

Источник: данные компаний, 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
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		

#### 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	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.