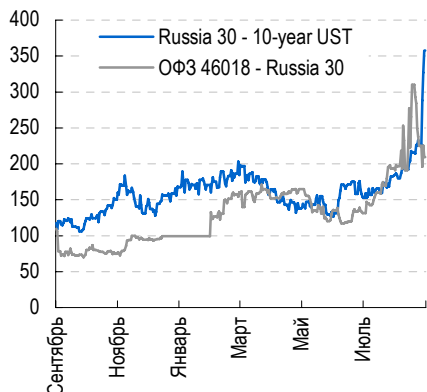


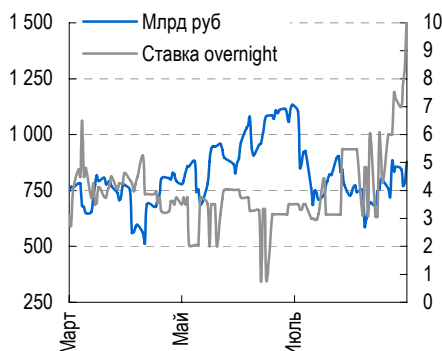
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 18 сентября 2008 г.

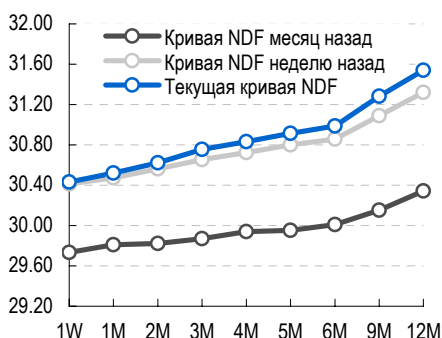
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

18 сен	Индекс Philadelphia Fed.
18 сен	Размещение руб. обл. Азот-1
18 сен	Индекс Leading Indicators
23 сен	Размещение руб. обл. ЭГИДА-1
24 сен	Статистика по втор. рынку жилья в США
25 сен	Уплата акцизов, НДС
25 сен	Статистика по заказам на товары длит.польз.
26 сен	ВВП США за 2 кв. 2008г.

Рынок еврооблигаций

- Спасение **AIG** не спасло рынки от паники. **Центробанки** выходят с новыми мерами по поддержке. В **ЕМ** видны попытки **bottom-fishing** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Разумные действия регуляторов должны дать эффект через несколько дней. **ЦБ** обеспечивает стабильность рубля, продавая валюту (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Миракс (B2/NR/B)** замораживает все новые проекты, не планирует привлекать дополнительные заимствования. (стр. 3).
- **Sollers (NR)** немного увеличила долговую нагрузку в 1-м полугодии (стр. 4).
- **PPF Group** предоставит сети **Эльдорадо (NR)** кредит на 500 млн. долл. под залог акций. PPF будет иметь опцион на получение контроля в компании (Источник: Reuters). На наш взгляд, это хорошая новость для кредиторов Эльдорадо и аффилированной сети Банана-Мама. Облигации последней торгуются около 50% от номинала. В то же время, мы опасаемся, что столь крупные инвестиции PPF ухудшат возможности группы по поддержке своих финансовых активов, в т.ч. российского ХКФ Банка (Ba3/B+).
- **Банк КИТ Финанс (Саа2)**, скорее всего, будет продан контролируемой **Газпромом УК Лидер**. Сделка будет осуществлена при финансовой поддержке Газпромбанка и ВТБ (Источник: Reuters). Мы рассчитывали именно на такое развитие событий. На наш взгляд, вероятность банкротства любого из топ-50 российских банков крайне низка. Самостоятельный кредитный профиль крупных банков выглядит достаточно прочно, да и поддержка регуляторов весьма значительна.
- **Fitch** не ожидает массовых снижений рейтингов российских банков, но не исключает негативных рейтинговых действий в отношении небольших финансовых институтов, которые имеют более слабый доступ к государственной поддержке. Об этом рейтинговое агентство сообщило в специальном комментарии, опубликованном вчера.
- **Инфляция в России за вторую неделю сентября составила 0.1%, всего с начала года – 10.0%** (Источник: Росстат). На наш взгляд, инфляция в России будет замедляться, а правительство и ЦБ будут проводить мягкую бюджетную и денежно-кредитную политику для поддержки банковской системы.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.42	-0.02	-0.40	-0.61
EMBI+ Spread, бп	435	+19	+135	+196
EMBI+ Russia Spread, бп	367	+50	+177	+220
Russia 30 Yield, %	6.99	+0.28	+1.33	+1.48
ОФЗ 46018 Yield, %	9.08	+0.12	+1.48	+2.61
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	808.4	+92.9	+175.9	-80.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	70.4	-1.7	-34.7	-44.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-443.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	11.08	+0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.37	-0.01	+0.65	+0.64
Нефть (брент), USD/барр.	94.8	+5.6	-17.1	+0.9
Индекс РТС	1059	-72	-719	-1232

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

НАДЕЖДЫ НА УЛУЧШЕНИЕ НЕ ОПРАВДАЛИСЬ

После объявления плана спасения **AIG** большинство участников мировых рынков, вероятно, ожидали, что ситуация более-менее стабилизируется. Однако если вчерашние события назвать «нормальными», то становится немного не по себе, когда представляешь, что было бы в случае банкротства **AIG**. Если говорить кратко, то рынками вчера по-прежнему управлял страх. Американские индексы акций снизились более чем на 4%, ведомые бумагами финансового сектора. Прочие индикаторы аппетита к риску (**VIX**, **iTraxx**, **TED Spread**, **золото**) приближаются к значениям, которые можно было наблюдать прошлой осенью, когда кризис только разразился.

Котировки **US Treasuries** на этом фоне вчера закономерно пошли вверх, причем касается это преимущественно коротких бумаг. Огромным спросом у инвесторов пользовались 1/3-месячные выпуски, их доходности снизились до уровня, который можно было наблюдать сразу после окончания **Второй мировой войны**. Уровень взаимного доверия между банками минимален, о чем свидетельствует так называемый **TED-спрэд (3mLIBOR vs 3mUST)**:

Покупки именно самых коротких **UST** и нежелание инвесторов уходить в длинные казначейские бумаги наверняка связаны с тем, что **Минфин США** объявил о намерении провести серию внеплановых размещений **UST**, чтобы помочь **ФРС** улучшить состояние баланса. На этом фоне угрожающе прозвучали заявления **S&P** об ослаблении фискального профиля **США** и угрозе суверенному рейтингу. Пока, правда, **S&P** подтверждают AAA-рейтинг **Соединенных Штатов**.

Сегодня утром мы слышали о возможных новых скоординированных мерах **ФРС**, **ЕЦБ** и **Банка Англии** по поддержке мировой финансовой системы. Когда наш комментарий будет разослан, об этих мерах наверняка уже будет известно более подробно.

EMERGING MARKETS: НАДЕЖДА ОСТАЕТСЯ

Исход инвесторов с развивающихся рынков продолжается. Спрэд **EMBI+** достиг 435бп (+19бп), основные бенчмарк-выпуски потеряли вчера в цене еще порядка 1-2пп. Российские еврооблигации **RUSSIA 30** (YTM 6.99%) вчера были сильно волатильны: в начале дня котировки доходили до 105пп, однако к закрытию откатились обратно к уровню 103 1/2. В корпоративном сегменте ликвидности по-прежнему крайне мало, однако давление со стороны продавцов несколько ослабло. В отдельных выпусках можно наблюдать bottom-fishing, но «биды» участники рынка выставляют очень низко, поэтому сделок почти нет.

Мы слышим о том, что хедж-фонды получают свежую ликвидность от клиентов для того, чтобы начать «подбирать» откровенно перепроданные российские бумаги. Посмотрим, насколько это правда, и смогут ли эти деньги переломить тренд.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

РАЗУМНЫЕ ДЕЙСТВИЯ РЕГУЛЯТОРОВ ДОЛЖНЫ ДАТЬ ЭФФЕКТ ЧЕРЕЗ НЕСКОЛЬКО ДНЕЙ

Как Вы знаете, торги на российских биржах вчера были приостановлены. **На наш взгляд, регуляторы действуют вполне разумно.** Зачем наблюдать, как блокада рынка репо и срабатывание margin calls провоцируют новые продажи, закрытие лимитов и усугубление ситуации «по спирали», в то время как предпринятые меры по поддержке ликвидности еще технически не реализованы, т.е. банки еще физически не получили все направленные им деньги?

Напомним, что первый аукцион по распределению более 1 трлн.руб. среди «трех китов» состоится лишь в понедельник. Эти деньги, по заверениям регуляторов, должны быть переданы по цепочке более мелким банкам (в то, что это произойдет, верят не все). Высвобождение около 300 млрд. руб. за счет анонсированного вчера беспрецедентного снижения нормативов резервирования для банков де-факто произойдет только завтра. Важно, что в данном случае ликвидность получают все банки пропорционально своим размерам.

Кстати, ЦБ вчера снизил процентные ставки по некоторым операциям предоставления ликвидности (текст пресс-релиза: http://cbr.ru/pw.aspx?file=/press/lf/080917_1833473.htm). Однако проблема стоимости рефинансирования в данный момент, похоже, отошла на второй план. Как мы уже сказали, сейчас вопрос уже не в цене, а в доступности ликвидности в принципе. ЦБ, кстати, пообещал принять новые меры по поддержке банковской системы до конца этой недели.

В довершение всего, вчера поздно вечером ФСФР выпустила предписание, суть которого в том, что с сегодняшнего дня и до особого распоряжения запрещаются «короткие продажи» и ликвидация заложенных бумаг до погашения клиентами своих задолженностей.

ВТОРИЧКА, ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ

Утром, до прекращения торгов, можно было наблюдать откровенную *fire-sale* в отдельных выпусках **1-го эшелона** и **ОФЗ** по ценам на 3-6пп ниже закрытия понедельника.

Ситуация на денежном рынке остается крайне напряженной. По оценкам наших дилеров, Центробанк вчера продал около 2.3 млрд. долл. Продолжает бить рекорды объем операций **прямого репо** с ЦБ – 365.5 млрд. рублей на двух аукционах. В целом же ситуация на рынке **МБК**, как мы уже сказали выше, очень напоминает 2004-й год: даже по сверхвысоким ставкам **overnight** (>15%) заключается очень небольшое количество сделок, и только с самыми надежными контрагентами.

На наш взгляд, вышеназванные действия властей помогут выправить ситуацию на российских финансовых рынках.

Миракс (B2/NR/V) замораживает новые проекты

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

«В ближайший год мы не начнем строительства ни одного нового объекта, не оформим ни одного кредита и не будем покупать новые проекты» – цитирует главу Миракс Групп С.Полонского газета Коммерсантъ.

На наш взгляд, это весьма разумная позиция для девелопера в текущей конъюнктуре. Кредиторам Миракса должно быть приятно слышать, что компания осознает всю серьезность ситуации, сложившейся на финансовых рынках и фактически готова к мобилизации внутренних ресурсов и сокращению инвестиционных appetitov. Вместе с тем, необходимо отметить, что отказ от реализации новых проектов теоретически может повлечь за собой какие-то неблагоприятные последствия для Миракса, связанные с уже взятыми на себя обязательствами перед соинвесторами и партнерами. Оценить этот риск нам достаточно сложно.

К сожалению, Миракс по-прежнему остается недостаточно прозрачной компанией. Группа еще не размещала в публичном доступе свою отчетность за 2007 г., а также имеет запутанную юридическую структуру, которая регулярно подвергается изменениям. Поэтому более-менее свежие данные о финансовом профиле Миракса мы получаем лишь из отрывочных комментариев менеджмента в СМИ, а также пресс-релизов рейтинговых агентств.

Из этих источников нам известно, что выручка Миракса в 2007 г. составила 1.28 млрд. долл., показатель EBITDA – 580 млн. долл., кредитный портфель в настоящий момент – 850 млн. долл. При этом ожидания компании по выручке в 2008 г. – 2 млрд. долл. Напомним, что Миракс использует достаточно агрессивный

способ признания выручки – пропорционально объему выполненных работ. Согласно Fitch, с точки зрения ликвидности, позиции группы весьма устойчивы: в начале августа у Миракса было около 260 млн. долл. денежных средств против 292 млн. долл. краткосрочного долга. В мае 2008 г. компания удачно успела разместить 2-летние кредитные ноты на 100 млн. долл.

Мы оцениваем кредитный риск по облигациям Миракса как умеренный. Потенциальное снижение цен на недвижимость из-за кредитного кризиса (потенциал которого, кстати, будет ограничен как раз из-за «заморозки» новых девелоперских проектов) не должно оказать критического влияния на кредитоспособность Миракса. Во-первых, компания исторически не стремилась удерживать на балансе большое количество объектов недвижимости. Во-вторых, у Миракса есть существенный запас в показателях маржи и собственного капитала.

Sollers (NR): результаты за 1-е полугодие 2008 г. по МСФО

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

Автопроизводитель Sollers (ранее «Северсталь-авто») вчера отчитался об итогах работы в 1-м полугодии 2008 г. Мы отмечаем небольшой рост долговой нагрузки компании, но в целом воспринимаем результаты как нейтральные.

В отчетном периоде Sollers увеличила выручку до 30.2 млрд. руб. (+29.3%), при этом основной вклад в этот рост внес сегмент автомобилей (+40%). В первом полугодии компания начала производство Fiat Ducato, а также стала дистрибьютором спецтехники Case New Holland. Кроме того, Sollers увеличила выпуск Isuzu и SsangYong.

Рентабельность по EBITDA снизилась на 0.5пп и составила 12.1%. Однако учитывая резкий рост цен на сталь, мы полагаем, что снижение эффективности могло бы быть более значительным.

Объем долга Sollers вырос с начала года из-за высоких расходов на финансирование инвестиций – около 4.3 млрд. руб. в 1-м полугодии. Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA annualized» выросла с 1.1х до 1.5х, но, тем не менее, этот уровень мы расцениваем как умеренно-консервативный.

В настоящее время Sollers продолжает увеличивать казначейский пакет акций (на конец 1-го полугодия он составлял 2.5%). На сегодняшний день компания выкупила 4.5% акций и не исключает дальнейшую скупку, учитывая текущий уровень цен. Мы не думаем, что масштабы buy-back'a будут значительными и приведут к заметному росту долговой нагрузки.

Облигации Sollers не отличаются высокой ликвидностью. Реакция на отчетность в длинных выпусках компании (YTM 13.1%), на наш взгляд, маловероятна.

Ключевые финансовые показатели Сомерс, МСФО

млн. руб.	2006 г.	1П2007 г.	2007 г.	1П2008 г.
Выручка	33 462	23 361	49 136	30 211
Валовая прибыль	7 872	5 021	10 211	5 157
EBITDA	4 394	2 897	6 196	3 646
Чистая прибыль	3 369	1 627	2 464	1 945
Финансовый долг	3 208	7 237	8 637	13 693
Чистый долг	2 175	5 352	6 607	10 937
Собственный капитал	16 764	17 138	18 414	19 165
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	13.1%	12.4%	12.6%	12.1%
Чистый долг/EBITDA (x)	0.5	0.9	1.1	1.5
Чистый долг/Собственный капитал	0.1	0.3	0.4	0.6

Источник: данные компании, оценки 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		

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, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.