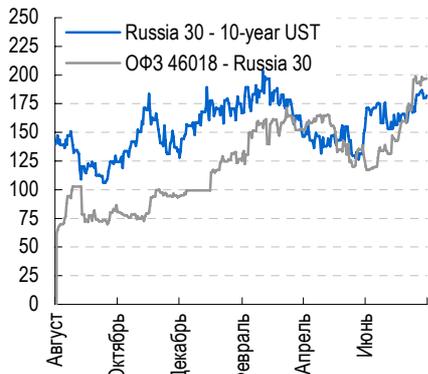
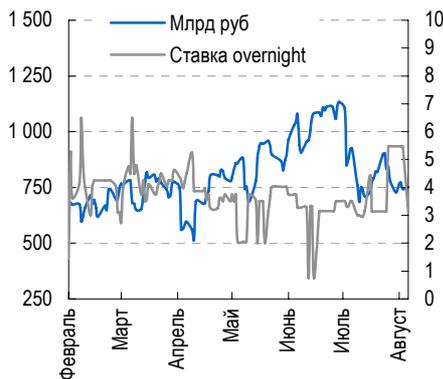


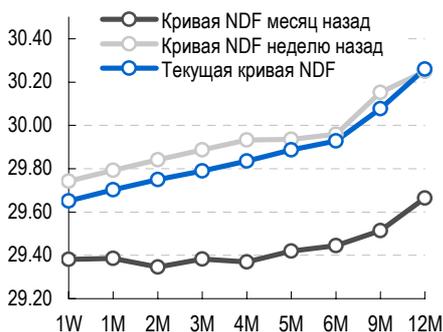
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

25 авг	Уплата акцизов, НДС
25 авг	Статистика по втор. рынку жилья в США
26 авг	Индекс цен на недвижимость S&P/CS
26 авг	Индекс Richmond Fed
26 авг	Стенограмма августовского заседания ФРС
28 авг	Предварительный ВВП США за 2 кв. Года
28 авг	Уплата налога на прибыль
28 авг	Размещение руб.обл. АМЕТ-Финанс-1

### Рынок еврооблигаций

- **US Treasuries** снижаются третий день подряд. В российских еврооблигациях практически ничего не происходит. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ берет тайм-аут. Котировки рублевых облигаций продолжают снижаться, обращаем внимание на **ИжАвто-2** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- **Еврокоммерц (В2):** долгожданная отчетность за 2007 г. по МСФО производит противоречивое впечатление (стр. 3).
- **МИАН (NR)** получил незначительные налоговые претензии за 2004-2006 г.; компания чувствует себя уверенно и готова к прохождению оферты по облигациям – интервью с владельцем (стр. 4).
- **Правительство выделило 27 млрд. руб. на строительство завода по производству микросхем в Зеленограде.** Управлять проектом будет Ситроникс (В-) (стр. 5).
- **Ростехнологии не могут гарантировать выполнения накопленных и текущих обязательств альянса ЭйрЮнион.** В то же время, госкорпорация продолжит предпринимать все усилия для выполнения остаточных обязательств по перевозке пассажиров (Источник: Ведомости и Коммерсантъ со ссылкой на официальное заявление Ростехнологий). На наш взгляд, кредитный риск по облигациям авиаальянса остается очень высоким. В то же время, мы по-прежнему считаем, что вероятность дефолта по облигациям составляет менее 50%. В случае дефолта наверняка произойдет переоценка кредитного риска компаний, находящихся под контролем государства.
- **Северсталь (Ва2/ВВ) приобретает угольную компанию в США не более чем за 1.3 млрд. долл.** (Источник: Интерфакс). Мы уверены, что Северсталь сможет профинансировать эту сделку, избежав заметного увеличения долговой нагрузки. Мы не ждем существенной реакции на новости в еврооблигациях CHMFRU.
- **Агентство Fitch опубликовало комментарий о финансовых проблемах средних российских ритейлеров.** Такая публикация может еще более насторожить инвесторов, которые в последнее время и без того с опаской смотрят на данный сегмент.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.87	+0.04	-0.25	-0.16
EMBI+ Spread, бп	301	-2	+22	+62
EMBI+ Russia Spread, бп	189	-3	+28	+42
Russia 30 Yield, %	5.67	0	+0.01	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	7.64	+0.01	+0.53	+1.17
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	670.5	+21.3	+141.2	-218.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	80.5	-12.4	-316.6	-34.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	10.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.71	+0.03	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	+0.04	+0.25	-0.12
Нефть (брент), USD/барр.	113.9	-6.3	-10.6	+20.0
Индекс РТС	1702	-20	-249	-589

## Рынок еврооблигаций

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

### US TREASURIES СНИЖАЮТСЯ ТРЕТИЙ ДЕНЬ ПОДРЯД

После рекордного роста накануне, в пятницу цены на нефть снизились примерно на 6.4 долл/барр. На этом фоне доллар вернул себе утраченные позиции, а американские рынки акций закрылись «в плюсе». Кроме того, финансовому сектору помогла новость об интересе **Корейского банка развития** к инвестициям в **Lehman Brothers**. Как результат, котировки **US Treasuries** продолжили снижаться. По итогам дня, доходность **10-летних нот** выросла на 4бп до 3.87%, **2-летних** – до 2.40% (+10бп).

Выступление **Б.Бернаке** не оказало на рынок существенного влияния – его речь была достаточно нейтральной. В целом, г-н Бернанке дал понять, что в ФРС рассчитывают пока занять выжидательную позицию, а перспективы снижения инфляции в ближайший год связывают с отрицательной динамикой сырьевых рынков, укреплением доллара и замедлением экономики США.

Сегодня в США выходит важная статистика по рынку жилья.

### EMERGING MARKETS

Активность в секторе облигаций **Emerging Markets** была в пятницу достаточно низкой. В целом, инвесторы были настроены довольно оптимистично, благодаря чему спрэд **EMBI+** в течение дня опускался ниже 300бп, однако завершил день на отметке 301бп (-2бп).

В российском сегменте ничего существенного не произошло. Цена выпуска **RUSSIA30** (YTM 5.67%) осталась на прежнем уровне, немного снизились CDS до 127-128бп (-2-3бп). В корпоративных еврооблигациях активность низкая, bid-offer спреда стоят достаточно широко. Более-менее активно торговались лишь бонды **Северстали** (Ba2/BB/BB) – в начале дня котировки **СНМFRU13** (YTM 9.33%) и **СНМFRU14** (YTM 9.90%) подрастали, однако после появления информации о новой M&A-сделке (см. на первой странице) их цены откатились к уровню четверга.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ЦБ БЕРЕТ ТАЙМ-АУТ

Сегодня в газете **Коммерсантъ** опубликована статья о выступлении первого зампреда ЦБ **Г.Меликьяна** в Нижнем Новгороде. В частности, г-н **Меликьян** говорит о том, что **ЦБ** следует взять паузу в цикле ужесточения денежно-кредитной политики, чтобы оценить эффект от уже принятых мер и «не перегибать палку».

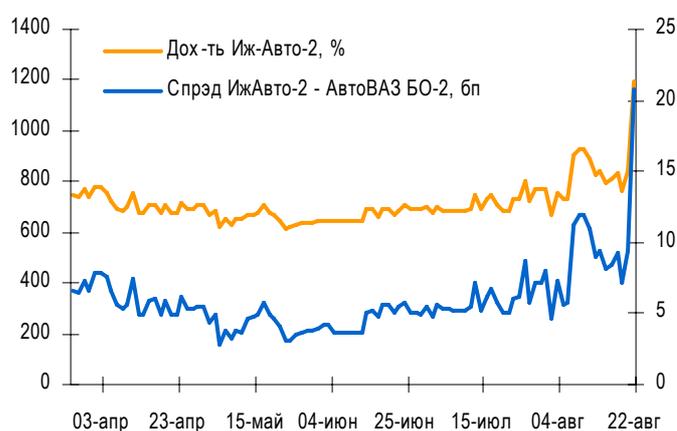
Возможно, рынок рублевых облигаций позитивно воспримет эту новость. Однако мы бы рассматривали ее скорее как нейтральную. Ведь по сути и без этого комментария регулятора было понятно, что после трехкратного повышения ключевых ставок с интервалом примерно в 1-2 месяца Центробанк решил занять выжидательную позицию, ведь с момента последнего повышения прошло уже полтора месяца. Да и макроэкономическая статистика указывает на некоторое замедление экономического роста и инфляции. С другой стороны, важно понимать, что комментарий г-на Меликьяна не является гарантией того, что цикл повышения ставок завершен. Понятно, что оснований провозглашать победу над инфляцией пока нет, и в случае быстрого роста потребительских цен в конце августа, сентябре или октябре нас ждут очередные действия по ужесточению денежно-кредитной политики.

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В пятницу мы отметили, что падение котировок большинства облигаций **1-го эшелона** приостановилось. По-прежнему активно участники рынка продавали лишь выпуски **РЖД-8** (YTM 9.11%, -26бп) и **МосОбласть-**

8 (УТМ 10.65%, -276п). Остальные бумаги, по большому счету, остались на месте. Обороты торгов были достаточно низкими: скорее всего, большинство инвесторов просто «устали» смотреть на постоянно падающие цены, поэтому решили временно не предпринимать активных действий.

В секторе облигаций **2-го эшелона** по-прежнему наблюдаются отдельные «точечные» продажи – **ТМК-3** (УТР 9.05%, -106п), **Амурметалл-3** (УТР 12.57%, -156п). Также несколько удивил провал на 1пп котировок выпуска **ИжАвто-2** (УТР 21.32%). Возможно, кто-то из участников рынка по тем или иным причинам переоценил вероятность вхождения **ИжАвто** в группу **АвтоВАЗ**.



Ситуация с рублевой ликвидностью в пятницу существенно не поменялась – к сегодняшнему утру остатки банков в ЦБ практически не изменились, а ставки **overnight** находились на уровне 6%. Весьма велика вероятность того, что сегодня из-за налоговых выплат ставки подрастут.

## Итоги Еврокоммерца (В2) по МСФО за 2007 г.: смешанные впечатления

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

В нашем распоряжении оказались результаты факторинговой компании Еврокоммерц за 2007 г. по МСФО. Компания достаточно долго задерживала выпуск отчетности, объясняя это определенными техническими проблемами в процессе подготовки аудита (из-за недостаточного опыта работы аудиторов с факторинговыми компаниями без банковской лицензии).

На первый взгляд, отчетность выглядит достаточно позитивно. Однако у нас осталось достаточно противоречивое впечатление от кредитного профиля Еврокоммерца.

**1. Чрезвычайно быстрый рост.** По итогам 2007 г., объем факторингового портфеля увеличился более чем в 4 раза (27.8 млрд. руб.) при общем росте активов в 5.5 раз. Насколько мы понимаем, в 1-м полугодии 2008 г. объем факторингового портфеля еще удвоился. С одной стороны, быстрый рост – это прекрасно. Это свидетельство эффективности бизнес-модели и привлекательности рынка. Насколько мы понимаем, Еврокоммерц растет быстрее конкурентов, т.е. рыночная доля компании увеличивается. Да и в целом большие размеры – это скорее позитивная характеристика для финансовых институтов (диверсификация, экономия на масштабе). С другой стороны, быстрый рост создает значительные риски в части качества активов. Насколько управляем такой рост? Не слишком ли «мягок» риск-менеджмент? Оценить качество портфеля трудно – показатели просрочки всегда «оптически» занижены в периоды быстрого роста (уровень резервирования у Еврокоммерца в 2007 г. – 1.9%). Да и отсутствие регулирования со стороны ЦБ в этой связи – скорее минус. В части качества кредитного портфеля нас также смущает неожиданно высокая доля в нем крупных клиентов – на топ-10 приходится 15% портфеля.

**2. Приличный уровень капитализации, но...** В 2007 г. акционерами Еврокоммерца было произведено увеличение капитала, которое в сочетании с реинвестированием прибыли дало увеличение собственных средств почти в 10 раз до 8 млрд. руб. В результате отношение капитала к активам на отчетную дату составило 23% – неплохо. Однако нам не очень нравится то, что основная часть капитала находится не в операционной компании ФК Еврокоммерц, а на уровне холдинговой компании группы (Eurokommerz Holding Limited). Последняя, кстати, не является поручителем по выпускам облигаций ФК Еврокоммерц. Капитал передается в операционную компанию через кредиты от акционера.

**3. Фондирование.** Компания, очевидно, слишком сильно зависит от рынков капитала. Отсутствие банковской лицензии не позволяет нивелировать этот риск за счет активного расширения депозитной базы. В конце 2007 г. Еврокоммерц провел первую в России сделку по секьюритизации факторингового портфеля объемом 12.5 млрд. руб. Это, безусловно, хорошая транзакция. Однако если компания будет увлекаться подобными сделками и в дальнейшем, субординация держателей обычных облигаций станет слишком заметной.

В заключение, нельзя не отметить безусловно сильные стороны кредитного профиля Еврокоммерца, т.е. характеристики без приставки «но». В первую очередь, это короткая структура активов, обеспечивающая высокий уровень устойчивости компании с точки зрения ликвидности. Во-вторых, это, конечно же, высокая процентная маржа.

Ранее мы достаточно активно рекомендовали облигации Еврокоммерца в качестве привлекательного инструмента с точки зрения риск/доходность. По итогам анализа отчетности за 2007 г. мы меняем свою точку зрения на нейтральную, в первую очередь из-за рисков, связанных с быстрым ростом. Мы уверены, что в ближайшее время на рынке не будет недостатка в предложении риска от ФК Еврокоммерц. Будет интересно послушать, что скажет по итогам анализа отчетности компании агентство Moody's. Если оно воспримет результаты позитивно и повысит рейтинг Еврокоммерца, то облигации компании могут оказаться в Ломбардном списке ЦБ.

#### Ключевые финансовые показатели ФК Еврокоммерц, МСФО (компания была сформирована 28.03.2006 г.)

млн. руб.	2006 г.	2007 г.
Доходы от факторинговой деятельности	274	4 829
Процентные доходы	-	164
Процентные расходы	138	1 814
Чистый доход от основной деятельности	136	3 178
Операционные расходы	100	818
Чистая прибыль/убыток	47	1 582
Собственный капитал	829	7 986
Факторинговый портфель	5 759	27 820
Активы	6 170	34 682
<b>Основные коэффициенты</b>		
Чистая процентная маржа	3.2%	18.9%
Рентабельность собственного капитала	8.5%	35.9%
Рентабельность активов	1.0%	7.7%
Доля резервов	1.2%	1.9%
Собственный капитал/ Активы	0.13	0.23

Источник: Еврокоммерц, оценка МДМ-Банка

## МИАН (NR) готов к прохождению оферты по облигациям

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

Сегодня газета Ведомости опубликовала очень интересное интервью с основным владельцем компании МИАН (NR) Александром Сенаторовым. Наиболее важными нам показались следующие тезисы публикации (в нашей интерпретации):

- Компания готова к прохождению оферты по облигациям в начале сентября;
- По итогам налоговой проверки за 2004-2006 гг. компании предъявлено претензий лишь на 100 млн. руб. Напомним, что за 2002-2003 гг. МИАНу было начислено дополнительно около 1 млрд. руб. налогов, и именно с этого момента у компании начались неприятности.
- Все налоговые претензии предъявлены к ЗАО «МИАН», которое не играет важной роли в деятельности группы. Процедура банкротства, которая начата в отношении этой компании, не угрожает бизнесу группы МИАН и фактически имеет своей целью оградить основные активы группы от налоговых претензий.
- Сама группа МИАН намерена активно развиваться и имеет амбиции стать федеральным агентством недвижимости №1. На реализацию этой цели компания направляет значительные ресурсы. При этом г-н Сенаторов признал, что скандал с налоговыми претензиями создал компании определенные трудности в части привлечения или удержания людских и кредитных ресурсов.

На наш взгляд, все это достаточно позитивные новости для держателей облигаций МИАНа и других кредиторов компании. Выпуск МИАН-1, оферта по которому состоится в начале сентября, сейчас торгуется вблизи номинала (цена 98.5-99.0%), что также указывает на низкую вероятность дефолта.

Мы рады, что заняли взвешенную аналитическую позицию после выхода в конце июля 2008 г. достаточно скандальных публикаций, из которых следовало, что группа находится на грани банкротства (см. наши комментарии от 29 и 30 июня). В тот момент котировки облигаций МИАНа снизились на 10пп.

## Ситроникс (В-) получит гос.финансирование на строительство завода

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

Правительство РФ одобрило выделение ОАО «Ситроникс» 27 млрд. руб. из Инвестиционного фонда на строительство завода по производству микросхем. В обмен на денежные средства правительство получит 46% в капитале компании «Ситроникс-нанотехнологии». АФК Система будет контролировать 43% этой компании, а Ситроникс – 11%. Общая стоимость строительства завода оценивается в 2 млрд. долл. (Источник: Интерфакс).

Мы оцениваем кредитный эффект от этого события для Ситроникса как умеренно-позитивный. Мы не думаем, что выделенные государством деньги сколько-нибудь существенно повысят финансовую гибкость компании – это целевое финансирование, да и доля Ситроникса в капитале проектной компании невелика.

В то же время, на наш взгляд, важен факт партнерства Ситроникса с правительством, что подразумевает высокую вероятность получения выгодных заказов от госсектора. В сфере IT государство является и останется им в будущем крупнейшим заказчиком.

Все это – рассуждения о средне- и долгосрочных перспективах кредитного профиля Ситроникса. Применительно к короткому выпуску облигаций компании (11% к оферте в марте 2009 г.) вряд ли что-то меняется. Кредитный риск по этому инструменту определяется прежде всего поддержкой Ситроникса со стороны сильной материнской группы – АФК Система. На наш взгляд, выпуск Ситроникса – хороший защитный актив в текущей конъюнктуре.



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	

#### 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	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.