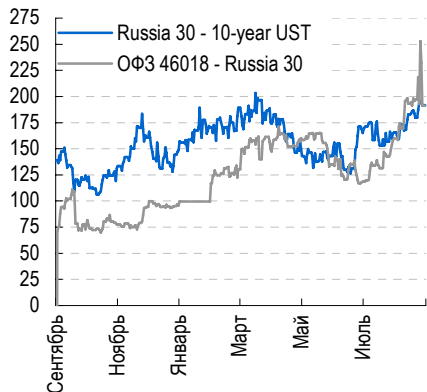
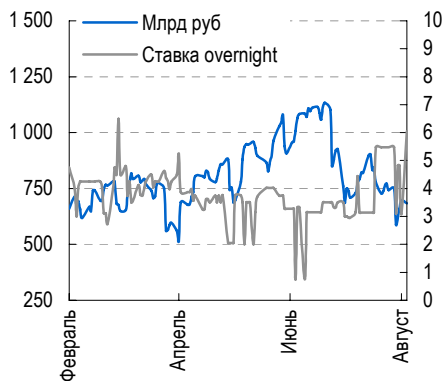


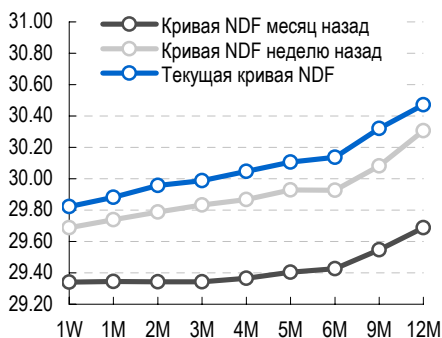
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

1 сен	Выходной в США: День труда
2 сен	Размещение руб.обл. ТГК-2-1
2 сен	Индекс ISM (производство)
2 сен	Депозитный аукцион на 60 млрд. рублей.
3 сен	"Бежевая книга"
3 сен	Доразмещение ОФЗ на 15 млрд. рублей
4 сен	Индекс ISM (услуги)
4 сен	Заседание ЕЦБ и Банка Англии

Рынок еврооблигаций

- В UST волатильность; в EM – небольшое сужение спредов. Сегодня в США выходной, а в целом неделя обещает быть насыщенной (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- В последний день месяца было традиционно много нерыночных сделок. ЦБ начинает устанавливать лимит на объем репо на утреннем аукционе (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Судьба ЭйрЮнион (NR) решится на этой неделе.** Единого мнения среди чиновников по-прежнему нет. На наш взгляд, появившаяся сегодня информация о налоговых претензиях к КрасЭйр (Источник: Ведомости) не следует воспринимать как сигнал начале «операции по банкротству». Подробнее – на стр. 3.
- X5 Retail Group (B1/BV-) сообщила итоги 1-го полугодия.** Кредитные метрики компании с учетом результатов Карусели выглядят хорошо (стр. 4).
- Евраз (Ba2/BV-/BV) отчитался о хороших результатах за 1-е полугодие.** Масштабы бизнеса и рентабельность компании настолько велики, что она может удерживать долговую нагрузку на умеренном уровне, даже несмотря на поглощение 2-3 крупных компаний в год и выплату щедрых дивидендов. Евраз прогнозирует, что выручка группы по итогам 2008 г. составит около 24 млрд. долл., а показатель EBITDA – не менее 8 млрд. долл. На середину 2008 г. чистый долг группы достиг 9.2 млрд. долл. Мы весьма позитивно оцениваем кредитный профиль Евраза, но не считаем привлекательными его еврооблигации с погашением в 2013, 2015 или 2018 гг., т.к. сейчас мы в принципе негативно относимся к любым длинным выпускам.
- Первый вице-премьер Виктор Зубков назвал ценовую политику российских производителей удобрений «беспределом».** Он также отметил, что цены на удобрения на внутреннем рынке выше экспортных. Г-н Зубков в том числе упомянул компанию Еврохим (Источник: Прайм-ТАСС). Конечно же, давление регулятора на ценовую политику нельзя назвать позитивным сигналом. Однако, на наш взгляд, кредитный эффект от возможного «добровольно-принудительного» снижения цен вряд ли будет критическим, тем более для Еврохим – компании с мощным запасом прочности в показателях рентабельности и долговой нагрузки. Мы не ожидаем существенного расширения спредов выпуска EUCHEM 12 (8.65%) из-за этих новостей.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.81	+0.03	-0.24	-0.22
EMBI+ Spread, бп	299	-6	+18	+60
EMBI+ Russia Spread, бп	196	-6	+29	+49
Russia 30 Yield, %	5.73	0	+0.09	+0.22
ОФЗ 46018 Yield, %	7.64	-0.41	+0.46	+1.17
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	610.2	-18.9	+50.2	-278.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	74.2	+6.2	-74.9	-40.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-115.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.8	-0.12	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.82	-0.01	+0.48	+0.09
Нефть (брент), USD/барр.	114.1	-0.1	-10.1	+20.2
Индекс РТС	1646	-8	-296	-645

Рынок еврооблигаций

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

US TREASURIES: НЕОДНОЗНАЧНАЯ СТАТИСТИКА

US Treasuries в пятницу вновь вели себя весьма волатильно, реагируя то на хорошие, то на плохие новости. С одной стороны, показатель промышленной активности **Chicago PMI** и индекс настроений потребителей **Michigan Consumer Sentiment** оказались выше консенсус-прогнозов. С другой стороны, доходы домохозяйств (**Personal Income**) снизились на 0.7%, а американский рынок акций закрылся в минусе (**DJI** -1.49%).

По итогам торгов, **UST** доходность **10-летних нот** выросла на 3bp до 3.81%, а доходность **2-летних бумаг** почти не изменилась – 2.37% (+16p).

Сегодня в США празднуется **День Труда**, поэтому финансовые рынки там будут закрыты. В целом же, неделя обещает быть достаточно насыщенной с точки зрения статистики. Центральным событием станет отчет по занятости в экономике США (**Payrolls**), который будет опубликован в пятницу. Кроме того, в четверг **ЕЦБ** и **Банк Англии** вынесут свои вердикты по ключевым ставкам. Ожидается, что регуляторы оставят их неизменными.

EMERGING MARKETS: НЕБОЛЬШОЕ СУЖЕНИЕ СПРЭДОВ

Неплохая макроэкономическая статистика в США в пятницу немного усилила аппетит к риску: большинство индикативных выпусков **Emerging Markets** прибавили в цене порядка 1/4, а спрэд **EMBI+** сократился на 6bp до 299bp.

В сегменте российских еврооблигаций расстановка сил кардинально не поменялась. Котировки бенчмарка **RUSSIA 30** (YTM 5.73%) остались на уровне четверга, а спрэд к **UST** сузился на 3bp исключительно за счет американского рынка. В корпоративном сегменте по-прежнему ощущается давление со стороны продавцов в некоторых выпусках **Газпрома**. Например, **GAZPRU 18** (YTM 8.31%) потерял в цене около 3/8. Вместе с тем, после выхода хорошей отчетности пошли вверх котировки еврооблигаций **Евраз** (+1/2); за ними потянулся выпуск **CHFMRU 13** (YTM 9.29%, +1/8). Сохраняется спрос на бумаги **Вымпелкома**, в т.ч. **VIP 16** (YTM 9.34%, +1/4).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

В ПРЕДВЕРИИ НОВОВВЕДЕНИЙ ОТ ЦБ

Комментировать ценовые движения рублевых облигаций в пятницу особого смысла не имеет, так как это был последний день месяца, и на рынке традиционно присутствовало большое количество «помех» в виде нерыночных сделок типа «sell/buy». Похоже, особенно активно участники рынка старались избежать негативной переоценки в **ОФЗ** – к закрытию торгов котировки подавляющего большинства выпусков взлетели на 2-3pp.

Интересно, как поведет себя денежный рынок с началом нового месяца с учетом повышения нормативов ФОР и введения лимита на утреннем аукционе прямого репо. Ситуация с рублевой ликвидностью в пятницу несколько разрядилась – объем операций **прямого репо** с ЦБ сократился до 124 млрд. рублей (-43.6 млрд.), а ставки **overnight** опустились примерно до 7.5%. По оценкам наших дилеров, в ходе валютных торгов ЦБ купил традиционные для последних дней 200 млн. долл.

Судьба ЭйрЮнион (NR) решится на этой неделе

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

Газеты и информагентства наперебой сообщают о том, что в ближайшие дни продолжатся консультации на тему дальнейшей судьбы альянса ЭйрЮнион, и, скорее всего, решение будет принято уже до конца текущей недели.

По сравнению с информацией, которой располагал рынок по состоянию на прошлую пятницу, мы отметили для себя два новых момента. Во-первых, крупнейшей компании альянса – КрасЭйр – предъявлены налоговые претензии на общую сумму около 1.5 млрд. руб. Во-вторых, Ростехнологии и Росимущество якобы выступают за банкротство ЭйрЮнион, т.к. считают долговую проблему альянса слишком тяжелой (Источник: Ведомости).

На наш взгляд, не следует воспринимать информацию о налоговых претензиях как сигнал о начале «операции по банкротству». Судя по газетной публикации, налоговые претензии появились не вчера, а еще весной, т.е. до начала активной стадии финансового кризиса в ЭйрЮнион. Тем не менее, новости уж точно не увеличивают вероятность благоприятного для кредиторов сценария развития событий.

И все-таки для нас по-прежнему неочевидно то, каким будет окончательное решение правительства в отношении дальнейшей судьбы альянса. Наверное, сейчас риск банкротства уже превышает 50%. Однако мы все еще не сбрасываем со счетов целый ряд аргументов в пользу того, почему правительство может выбрать сценарий поддержки и финансового оздоровления ЭйрЮнион:

- Формально контроль в ключевых компаниях авиаальянса – КрасЭйр, ДАЛ – принадлежит государству. Более того, буквально недавно правительство объявило о желании принять активное участие в управление этими активами (через Ростехнологии). Банкротство заставит инвесторов провести переоценку кредитных рисков контролируемых государством компаний, в т.ч. вероятность получения ими господдержки (bail-out) в стресс-сценарии. Дополнительные финансовые расходы, связанные с ростом «требуемой премии за риск», т.е. уплачиваемой госкомпаниями процентной ставки, могут оказаться очень значительными.
- Банкротство спровоцирует ухудшение кредитного профиля ключевых кредиторов ЭйрЮнион, в т.ч. банков, лизинговых компаний и крупных поставщиков топлива (в т.ч. ТОАП, присутствующего на рынке облигаций). Последнее может вызвать временные операционные сложности и у других авиакомпаний.
- Де-факто правительство уже оказало частичную поддержку ЭйрЮнион – из Росрезерва было выделено топливо, Ростехнологии поручились по ряду обязательств перед поставщиками и/или кредиторами авиаальянса. Принятие решения о банкротстве сейчас выглядело бы непоследовательным;
- Высокопоставленные чиновники ранее делали заявления о стремлении не допустить банкротства ЭйрЮнион;
- У правительства достаточно финансовых ресурсов для спасения компании.

X5 Retail Group (B1/BV-): результаты за 1-е полугодие. 2008 г.

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

В пятницу X5 Retail Group (B1/BV-) опубликовала предварительные неаудированные результаты за 2-й квартал и 1-е полугодие 2008 г. по МСФО.

Основным событием 2-го квартала стала покупка X5 сети гипермаркетов Карусель за 940 млн. долл. Для финансирования этой сделки в мае X5 разместила допэмиссию на сумму 1.0 млрд. долл., а также получила порядка 132 млн. долл. от реализации казначейских акций.

Продажи объединенной компании (pro forma с учетом Карусели) по итогам 6 мес. 2008 г. достигли 4.3 млрд. долл., а рентабельность по EBITDA составила 9.0%. Рентабельность Карусели несколько ниже, чем у X5, однако руководство компании намерено в дальнейшем добиться роста прибыльности сети гипермаркетов.

Соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» у объединенной компании на конец 1-го полугодия составило 2.4x – это даже ниже, чем значение этого показателя у X5 на конец марта. Уменьшение долговой нагрузки произошло благодаря доэмиссии акций.

Руководство X5 подтвердило планы по капвложениям на 2008 г. на уровне 1.4 млрд. долл. При этом затраты на интеграцию Карусели оценены на уровне 60 млн. долл. По соглашению с акционерами Карусели, X5 получит порядка 160 млн. долл., уплаченных ранее в качестве авансов за строительство гипермаркетов, а также дополнительно 40 млн. долл., которые могут быть направлены на финансирование инвестиций. Ранее X5 сообщала, что по итогам 2008 г. долговая нагрузка не превысит 4.0x. На наш взгляд, удержать долговую нагрузку в этих пределах более чем реально, тем более, что аппетиты компании в части поглощений сейчас не очень агрессивны. Это следует хотя бы из последнего интервью гендиректора компании Льва Хасиса газете Коммерсантъ (от 14 августа).

В текущей конъюнктуре мы не видим потенциала для опережающего роста котировок в выпуске X5-Финанс-1 (10.94 YTP). Из-за огромного навеса отложенных размещений, на наш взгляд, любые выпуски с погашением/офертой более, чем через 12 месяцев, сейчас выглядят непривлекательно.

Ключевые финансовые показатели группы «X5», МСФО

USD млн.	2006 г.	2007 г.	1-й квартал 2008 г.	1П2008 г. X5	1П2008 г. Карусель	1П2008 г. (консолидировано)
Выручка	3 485	5 320	1 786	3 766	560	4 326
Валовая прибыль	929	1 404	458	978	137	1 115
EBITDA	297	479	161	351	36	388
Чистая прибыль	102	141	86	161	(8)	153
Чистый долг	1 013	1 540	1 678	1 467	392	1 859
Ключевые показатели						
Gross margin	26.7%	26.4%	25.6%	26.0%	24.5%	25.8%
EBITDA margin (%)	8.5%	9.0%	9.0%	9.3%	6.4%	9.0%
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	3.4	3.2	2.6	2.1	5.4	2.4

Источник: данные компании, 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	

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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.