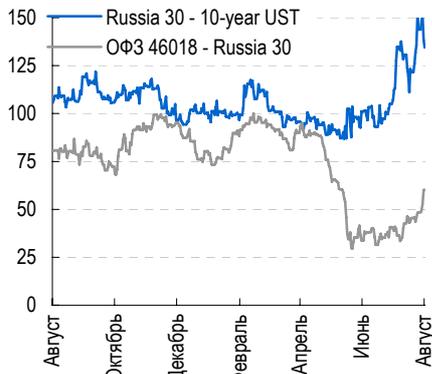
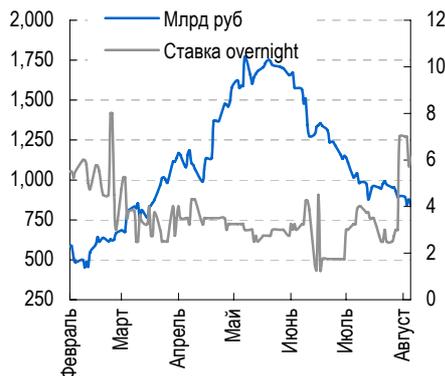


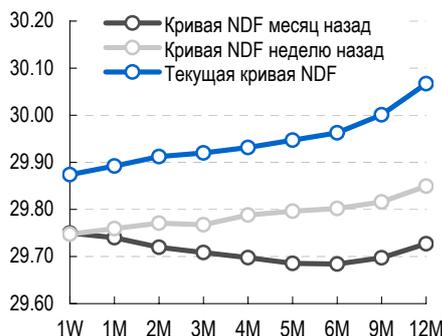
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

24 авг	Цифры по первичному рынку жилья
27 авг	Уплата акцизов, НДС
27 авг	Цифры по вторичному рынку жилья
28 авг	Уплата налога на прибыль
31 авг	Платежи за пользование недрами
12 сен	Аукцион ОФЗ 46018 (RUB 4 млрд.)
12 сен	Аукцион ОФЗ 46020 (RUB 10 млрд.)
17 сен	Размещение ОБР-3

Рынок еврооблигаций

- Ряд хороших новостей несколько приободрили рынок. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- В ближайшие дни останется напряжение на российском денежном рынке сохранится, а вот с валютного рынка могут прийти позитивные сигналы. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть ДИКСИ (NR) отчиталась по МСФО за 1-е полугодие 2007 г.** Результаты отражают резкое снижение долговой нагрузки и в целом соответствуют нашим ожиданиям. Мы продолжаем считать спрэды облигаций компании к выпускам лидеров сегмента слишком широкими и рассчитываем, что выпуск ДИКСИ-Финанс-1 будет вести себя «лучше рынка». (стр. 3).
- Вкратце: Ведущие деловые издания сегодня пишут о том, что российские банки вслед за Банком Русский Стандарт (Ba2/BB-) могут быть вынуждены снизить или отменить штрафы и комиссии в своих кредитных продуктах (Ведомости, Коммерсантъ).** Оценить, насколько серьезно от отмены комиссий может пострадать финансовый профиль Русского Стандарта и других банков, мы пока затрудняемся. В любом случае, подобный новостной фон не способствует восстановлению котировок облигаций российских банков, которые и так в последние недели снизились сильнее, чем цены корпоративных выпусков.
- Вкратце: Еврохим (NR/BB-/BB-) рассматривает возможность участия в приватизации завода минудобрений в Украине, стартовая стоимость которого на аукционе может составить более USD500 млн.** В принципе, финансовый профиль Еврохима позволяет совершить такую покупку (Долг/ЕБИТДА $\approx 1x$, ЕБИТДА \approx USD500 млн.), но, учитывая политические риски участия в приватизации на Украине, мы бы рассматривали подобную сделку как умеренно-негативную с точки зрения кредитного профиля.
- Вкратце: Moody's присвоило Республике Беларусь кредитный рейтинг на уровне В1/Стабильный,** т.е. на том же уровне, на который днем ранее Беларусь поместило агентство S&P (B+). Moody's отмечает высокую вероятность увеличения объемов международных заимствований эмитентов из Беларуси.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.65	+0.06	-0.30	-0.05
EMBI+ Spread, бп	234	-10	+54	+65
EMBI+ Russia Spread, бп	139	-10	+35	+43
Russia 30 Yield, %	6.03	-0.07	+0.01	+0.38
ОФЗ 46018 Yield, %	6.63	0	+0.21	+0.11
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	389.1	-23.1	-119.1	-277.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	455.6	-10.2	-63.1	+340.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-114.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.92	+0.76	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.89	0	+0.13	+0.21
Нефть (брент), USD/барр.	68.7	0	-8.2	+8.0
Индекс РТС	1854	+33	-237	-56

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходность **10-летних нот** вчера выросла до 4.65% (+6бп) на фоне позитивной динамики мировых рынков акций. Видимо, участники рынка переоценили вероятность снижения базовой ставки ФРС в ближайшее время. Во всяком случае вчера процентные фьючерсы на **FED RATE** впервые с конца июля показали рост уверенности в том, что на сентябрьском заседании ключевая ставка останется неизменной. В самом деле, зачем принимать столь радикальные меры, если уже принятые действия возымели некоторый эффект: четыре крупнейших банка США объявили, что заняли по USD500 млн. через т.н. "дисконтное окно" по пониженной в пятницу ставке рефинансирования. Спрэд **3mLIBOR** к **3mT-Bills** сокращается после вчерашнего снижения стоимости обратного РЕПО нью-йоркским отделением ФРС.

Впрочем, говорить об окончательном выходе из кризиса все еще рано - кто знает, какие скелеты в шкафу прячут крупнейшие мировые банки. В течение недели о сокращении штата в ипотечных отделениях объявили такие гиганты как HSBC, Lehman Brothers, Countrywide, Accredited Home. Возможно, за ними последуют и другие. В то же время, на рынке все чаще слышны идеи о том, чтобы начать «bottom-fishing» – в СМИ появляются сообщения об интересе известных финансистов Уорена Баффета и Уилбора Росса, а также банка Bank of America к ипотечным активам.

В долговом сегменте **Emerging Markets** вчера тоже присутствовали умеренно-позитивные настроения. Спрэд **EMBI+** сузился на 10бп до 234бп. «Лучше рынка» вели себя облигации Венесуэлы – облигации **VENZ 34** (YTM 9.54%) выросли в цене на 2 ¼ пп.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.03%) сократил дистанцию к UST более чем на 10бп. Сейчас спрэд находится на уровне 138бп, котировки – в районе 110 1/8-110 1/2. В корпоративных выпусках появились осторожные биды в длинных бумагах: выросли котировки выпусков **LUKOIL 22** (+1пп.; YTM 7.50%), **GAZPRU 34** (+1пп.; YTM 6.80%), **EVRAZ 15** (+1/2пп.; YTM 8.40%). Но реальных сделок по-прежнему мало.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ситуация на денежном рынке вчера несколько осложнилась, чувствуется недостаток свободной ликвидности после интервенций ЦБ на валютном рынке во вторник. Объем прямого РЕПО с ЦБ вчера составил рекордные 127.5 млрд. рублей.

В корпоративном сегменте по-прежнему доминируют продавцы, но спрос очень мал, поэтому рынок можно «продать» сравнительно небольшим объемом. Страдают в первую очередь 2-3 эшелоны. Синхронно на 15-25бп снизились вчера котировки энергетических облигаций – **ОГК-2-1** (-15бп; YTM 8.26%), **ОГК-5-1** (-15бп; YTP 8.16%), **ТГК-8-1** (-27бп; YTP 8.61%) и т.д. Первый эшелон консолидируется на текущих уровнях, есть даже отдельные покупки – **МосОблать-6** (+9бп; YTM 6.92%), **Газпром-6** (+10бп; YTM 6.61%).

«Лучше рынка» продолжает вести себя сегмент **ОФЗ** – котировки длинных выпусков лишь незначительно просели (на 5-10бп). Такая устойчивость качественных облигаций вызывает соблазн увеличить долю ОФЗ и корпоративного «high grade» (**Газпром**, **РЖД**, **ФСК**, **АИЖК**) в портфелях – под все эти бумаги можно гарантированно привлечь ликвидность в ЦБ. При этом можно получать достаточно неплохую маржу на разнице в доходности бумаг и стоимости РЕПО, которая отчасти «страхует» от возможного снижения котировок.

Наш взгляд на рыночную конъюнктуру в ближайшие дни – скорее нейтральный. Внешняя конъюнктура слабо предсказуема, грядущие налоговые выплаты конца августа (**НДПИ** и **налог на прибыль**) не позволят улучшить ситуацию на денежном рынке, а вот валютный рынок скорее будет оказывать поддержку

рублевым облигациям. Сегодня утром рубль чуть-чуть укрепился к корзине. Кроме того, сильная макроэкономическая статистика (на днях вышли впечатляющие цифры по промпроизводству и инвестициям) в сочетании с «инфляционными» данными оказывают поддержку локальной валюте. Призывы использовать недавнее ослабление рубля как «возможность для покупки» вчера содержались в комментарии одного из влиятельнейших международных инвестбанков.

ДИКСИ (NR): позитивные результаты 1-го полугодия

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

Вчера Группа ДИКСИ опубликовала неаудированную консолидированную отчетность по МСФО за 1-е полугодие. В целом, результаты компании соответствуют нашим ожиданиям и прогнозам, о которых мы писали в нашем недавнем обзоре «ДИКСИ: IPO-эффект не полностью отражен в спредах облигаций» от 17 августа.

В первую очередь, обращает на себя внимание резкое снижение долговой нагрузки на капитал и операционную прибыль. Так, соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» опустилось ниже 3.0x по сравнению с 5.9x по итогам 2006 г. Основной вклад в улучшение показателей финансовой устойчивости внесло успешно проведенное IPO (май 2007 г.), по итогам которого капитал ДИКСИ увеличился на 135 млн. долл.

Помимо этого, налицо повышение эффективности деятельности, выразившееся в увеличении рентабельности по ЕБИТДА до 4.6% против 3.9% за аналогичный период прошлого года. Насколько мы понимаем, этого удалось достичь за счет нескольких факторов: 1) смещение акцента с активного расширения сети на повышение эффективности ее операций; 2) развитие логистики; и 3) увеличение доли товаров private label. Мы ожидаем, что по итогам 2-го полугодия показатели рентабельности будут еще выше (традиционный для розницы фактор сезонности). В то же время, мы понимаем, что давление на маржу компании оказывает опережающий рост расходов на аренду и зарплату.

Среди «слабостей» отчетности мы обращаем внимание на то, что в 1-м полугодии ДИКСИ не получила никакого увеличения операционного денежного потока от изменений в оборотном капитале. Возможно, это связано с небольшим количеством новых магазинов, открытых в течение января-июня (менее 30 против плана в 80 магазинов на весь год; отрицательный оборотный капитал генерируют в основном новые магазины). По итогам 2007 г. можно будет более адекватно оценить способность компании увеличивать операционный денежный поток за счет оборотного капитала.

Ключевые финансовые показатели Группы ДИКСИ, МСФО

млн. руб.	2006 г.	1П 2007 г.	2007 г. (прогноз)	1П2006 г.
Выручка	1 009.2	652.1	1 350.0	454.6
ЕБИТДА	44.7	29.7	65.0	17.7
Финансовый долг	264.1	153.6	185.0	188.0
Собственный капитал	64.5	201.5	208.0	50.2
Капитальные затраты	150.0	45.8	125.0	84.2
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	4.4	4.6	4.9	3.9
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.9	2.6	2.8	5.3
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	4.1	0.8	0.9	3.7

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка;

Учитывая планы ДИКСИ по открытию новых магазинов в 2007 г. (80) и 2008 г. (115), мы оцениваем потребности компании в капвложениях в эти периоды на уровне 125 млн. долл. и 150 млн. долл., соответственно. По нашим оценкам, такой уровень инвестиционной активности позволит ДИКСИ в среднесрочной перспективе удерживать показатель «Долг/ЕБИТДА» в пределах или около 3x. Насколько мы поняли в ходе недавней встречи с руководством компании, ДИКСИ не намерена увеличивать долговую нагрузку выше этого уровня.

Как мы уже указывали в нашем комментарии от 17 августа, на наш взгляд, после IPO по уровню кредитоспособности ДИКСИ отделилась от группы продуктовых ритейлеров 2-3 эшелонов и заметно приблизилась к лидерам сегмента – Магниту, Х5 и Седьмому Континенту. Вместе с тем, котировки облигаций ДИКСИ пока не полностью отразили такую трансформацию. На наш взгляд, потенциал сужения спреда облигаций Дикси-Финанс-1 к выпускам лидеров сегмента составляет сейчас не менее 100бп (спред к кривой Х5 – около 200бп).

Недавно появились сообщения о возможном объединении ДИКСИ с Магнитом или Х5 путем обмена акциями. Для ДИКСИ объединение с более сильным ритейлером стало бы позитивным кредитным событием. Однако мы предпочитаем не учитывать этот фактор при определении справедливой доходности облигаций ДИКСИ, т.к., по нашим ощущениям, никаких договоренностей между сетями пока не достигнуто.

Если бы не общее ухудшение рыночной конъюнктуры, сейчас был бы очень хороший момент для покупки облигаций ДИКСИ в качестве лучшей альтернативы в сегменте облигаций продуктовой розницы. В начале осени компания планирует завершить работу по получению кредитного рейтинга. Публикация рейтинга должна расширить базу инвесторов, которым интересны облигации ДИКСИ. Мы рекомендуем покупать облигации ДИКСИ-Финанс-1 при первых признаках улучшения конъюнктуры или просто заместить этим выпуском другие облигации продуктовой розницы в своих торговых портфелях, т.к. ожидаем, что он будет демонстрировать динамику «лучше рынка».



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный блок
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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.

© 2007, 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.