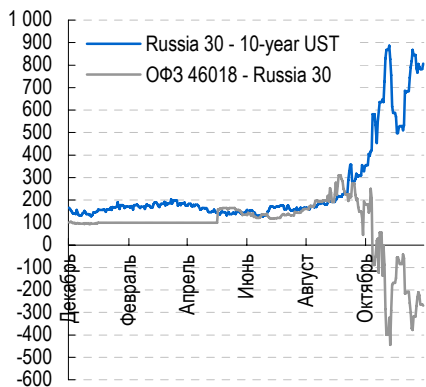
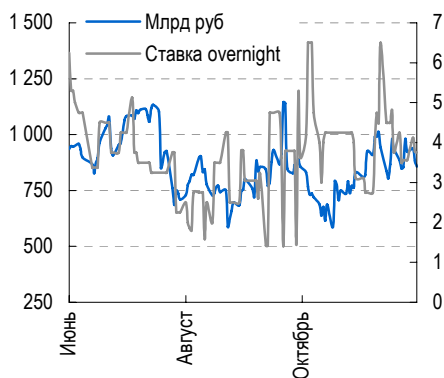


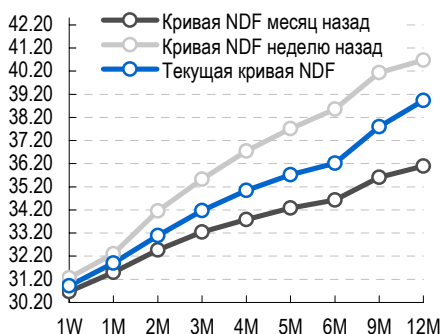
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 дек	Индекс ISM в сфере услуг
3 дек	"Бежевая Книга" ФРС
4 дек	Статистика по промышленным заказам
5 дек	Nonfarm Payrolls за ноябрь
9 дек	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
10 дек	Статистика по товарным запасам в США
12 дек	Индекс цен производителей PPI (ноябрь)
12 дек	Статистика по розничным продажам в США

Рынок еврооблигаций

- ФРС начинает «quantitative easing». За ней последуют другие центробанки
- Рейтинги Тайланда под угрозой (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рублей пока хватает
- Вторичный рынок: покупки в Сатурн-3, дефолт Свободного Сокола. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Аптечная сеть 36.6 (NR): долг снизился, операционная рентабельность розницы чуть улучшилась, но проблемы остаются (стр. 4)
- Оборонпром возьмет под контроль НПО Сатурн (NR) и УМПО (NR). Госкорпорация выкупит у менеджмента акции «по рыночной цене». Кроме того, возможно проведение допэмиссии акций Сатурна. ВТБ предоставит Сатурну необходимое рефинансирование. Таковы итоги выездного совещания правительства, проведенного вчера на НПО Сатурн (Источники: Ведомости, Коммерсантъ). Таким образом, похоже, что в истории с УМПО и Сатурном все закончилось благополучно для кредиторов. Оферта по 3-му выпуску Сатурна (цена около 85%) состоится в ближайшие дни. Перед покупкой убедитесь, что еще осталась возможность «заявить» бумаги на оферту.
- Русснефть сообщила о том, что готова исполнить оферту по своим облигациям. Еще одна хорошая новость о компании состоит в том, что с акций Русснефти снят арест (Источник: Reuters). Напомним, что сравнительно недавно нефтяной компании удалось частично опротестовать крупные налоговые претензии. Все эти новости указывают на снижение регулятивного давления на компанию и высокую вероятность сохранения ею платежеспособности. Суперкороткий выпуск Русснефти торгуется около 90-95% от номинала.
- Губернатор Нижегородской области обратился к правительству РФ с просьбой оказать финансовую помощь группе ГАЗ. Требуемый объем – 1.6 млрд. долл. (Источник: Коммерсантъ). Пока ГАЗа почему-то «нет в списках» автопроизводителей, которых будут кредитовать госбанки. Мы склонны предполагать, что ГАЗ все-таки получит господдержку как крупный и важный для экономики промышленный холдинг. Короткий выпуск компании торгуется около 75% от номинала. Оферта наступает в феврале 2009 г.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.67	-0.06	-1.29	-1.36
EMBI+ Spread, бп	763	+7	+134	+524
EMBI+ Russia Spread, бп	787	+13	+227	+640
Russia 30 Yield, %	10.97	+0.17	+1.15	+5.46
ОФЗ 46018 Yield, %	8.55	+0.45	+0.41	+2.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	555.8	+15.0	-52.7	-332.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	301.4	-40.5	+78.0	+186.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-1.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	9.75	+1.33	-	-
RUR/Бивалютная корзина	31.30	0	+0.91	+1.57
Нефть (брент), USD/барр.	45.4	-2.6	-19.9	-48.5
Индекс РТС	618	-14	-184	-1673

Рынок еврооблигаций

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

«QUANTITATIVE EASING»

Бен Бернанке на днях заявил, что не исключает прямого выкупа **ФРС** длинных **US Treasuries**. Фактически речь идет о прямом кредитовании правительства **Центробанком**, т.е. о необеспеченной денежной эмиссии. В условиях, когда ключевая ставка **ФРС** слишком близка к нулю и уже не может быть эффективным инструментом стимулирования (так называемая «ловушка ликвидности»), регулятору ничего не остается, как приступить к чрезвычайным мерам эмиссии, которые называются «*quantitative easing*».

За этим отнюдь не последовало коллапса доллара на **FOREX**, т.к. инвесторы понимают – рано или поздно на такие меры будут вынуждены пойти все **Центробанки**, а не только **ФРС**. Кстати, вчера глава **Банка Англии** уже упомянул о таком сценарии.

Между тем, доходности **US Treasuries** продолжают неумолимо снижаться. Вчерашний день **10-летние ноты** завершили на отметке 2.67% (-6бп). Интересных макроэкономических новостей вчера не было. Акции же вчера выросли – индекс **Dow Jones** прибавил +3.31%.

Основными событиями ближайших дней станут завтрашние решения **ЕЦБ** и **Банка Англии** по ставкам, а также обсуждения в **Конгрессе** программы предоставления финансовой помощи трем крупнейшим американским автопроизводителям.

РЕЙТИНГИ ТАЙЛАНДА ПОД УГРОЗОЙ

В секторе еврооблигаций **Emerging markets** вчера единой динамики не сложилось. Котировки азиатских бумаг снизились, в то время как латиноамериканские выпуски, напротив, немного подросли. Для **Азии** неприятной новостью стало решение агентств **S&P** и **Fitch** изменить на «негативный» прогноз суверенного рейтинга **Таиланда** (Ваа1/A/A). Спрэд **EMBI+** вчера расширился 7бп до 763бп.

Торговая активность в российском сегменте вчера была довольно скромной. Котировки российского бенчмарка **RUSSIA 30** (YTM 10.74%), по большому счету, остались без изменения (82 1/4). В корпоративном секторе мы отметили спрос на выпуски госбанков: **SBERRU 11** (YTM 14.23%, +3/4) и **VTB18** (YTP 20.35, +1пп).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

РУБЛЕЙ ПОКА ХВАТАЕТ

Не испытывая острого дефицита рублевой ликвидности, банки во вторник продолжили покупки валюты. По нашим оценкам, вчера **Центробанк** потратил на поддержку рубля еще примерно 2.8-3.0 млрд. долл.

На вчерашнем 26-дневном беззалоговом аукционе банки заняли почти 100 млрд. рублей из предложенных 150 млрд. Эти средства вместе с привлеченными на понедельничном аукционе будут направлены на погашение ранее сформированной задолженности перед **ЦБ** в размере 305 млрд. рублей.

Госкорпорация ЖКХ вчера анонсировала на четверг два депозитных аукциона: один сроком «до востребования» на 7 млрд. руб., второй – на 62 дня на 15 млрд. руб.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: САТУРН, СВОБОДНЫЙ СОКОЛ

В рублевых облигациях интересных событий очень немного. Вчера мы отметили рост спроса на выпуск **НПО Сатурн-3**, который наверняка был связан с новостями о «национализации» компании.

Печальным событием вчерашнего дня стал очередной дефолт. Небольшой металлургический завод **Свободный сокол** не смог исполнить пут-опцион по своему 3-му выпуску. Похоже, что размер сейчас имеет большое значение – получить доступ к «спасительным» кредитам госбанков средним и мелким предприятиям гораздо сложнее, чем титанам российской промышленности.

Аптечная сеть 36.6 (NR): неплохие результаты за 9 месяцев 2008 г.

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

Вчера Аптечная сеть 36.6 отчиталась об итогах работы в январе-сентябре 2008 г. по МСФО, а также провела телеконференцию для инвесторов.

В 3-м квартале компании удалось достигнуть определенных успехов. Среди них – продажа части недвижимости (через ЗПИФ), которая принесла Аптекам порядка 37.4 млн. долл., а также достижение положительного значения EBITDA в розничном сегменте впервые за долгий период. Напомним, что значительная часть финансовых проблем 36.6 сформировалась в связи с операционными сбоями (IT-система, логистика) и убытками розничной сети в 2007 г. – 1-м полугодии 2008 г. Компания заявляет, что на данный момент операционные проблемы удалось решить. Повышению рентабельности также способствовали сокращение административных издержек и увеличение доли private labels в ассортименте.

По итогам 9 месяцев, выручка компании составила 813.2 млн. долл. (+38% к аналогичному периоду 2007 г.), а валовая рентабельность увеличилась до 33.6% (+1 пп. к 1-му полугодю 2008 г.).

Высокая долговая нагрузка по-прежнему остается главной проблемой 36.6. По итогам отчетного периода соотношение «Долг/EBITDA годовая» превышало 7х, причем порядка 80% долгового портфеля компании приходится на краткосрочные обязательства.

В целях аккумулирования средств для расчетов с кредиторами 36.6 пытается увеличивать отсрочки по оплате за поставленный товар, используя свои сильные переговорные позиции. Это разумное, но тоже не идеальное решение проблем с ликвидностью – часть поставщиков могут просто прекратить сотрудничество с сетью.

Очевидно, что, несмотря на некоторое снижение долговой нагрузки, кредитный профиль компании остается чрезвычайно уязвимым. Платежеспособность 36.6 удастся сохранить только в случае успешного выполнения одного или нескольких из следующих действий: 1) рефинансирование долгов в госбанках 2) продажа активов (Верофарм) и 3) привлечение стратегического инвестора.

В СМИ недавно сообщалось, что 36.6 подала в ВТБ заявку на кредит, которая находится «на ранней стадии рассмотрения». Кредиторам остается надеяться, что регуляторы сочтут крупнейшую в стране аптечную сеть важной частью социальной инфраструктуры (основания для этого есть) и окажут ей финансовую поддержку. Облигации 36.6 сейчас торгуются около 50% от номинала, что, по нашим оценкам, вполне адекватно отражает уровень кредитного риска. Выпуск погашается летом 2009 г.

Ключевые финансовые показатели компании «Аптечная сеть 36.6», МСФО

USD млн.	2006 г.	2007 г.	1-я пол. 2008 г.	9 месяцев 2008 г.	
				консолидировано	в т.ч. блок Розница
Выручка	528	871	559	813	656
Валовая прибыль	183	278	182	273	179
Операционная прибыль	12	(29)	(2)	3.7	
EBITDA	25	(8.7)	10	20	(21)
Чистая прибыль	34	(99)	(8)	(4.5)	(31)
Долг (с учетом обязательств по фин. аренде)	253	295	244	196	
Собственный капитал	132	249	264	92	
Активы	525	832.3	922	792	
Ключевые показатели					
Gross margin (%)	30.7%	31.9%	32.6%	33.6%	
EBITDA margin (%)	4.7%	n/a	1.8%	2.5%	
Долг/ EBITDA annualized (x)	10.1	n/a	12.2	7.3	
Долг/Собственный капитал (x)	1.9	1.2	0.9	2.1	

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

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@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 письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.