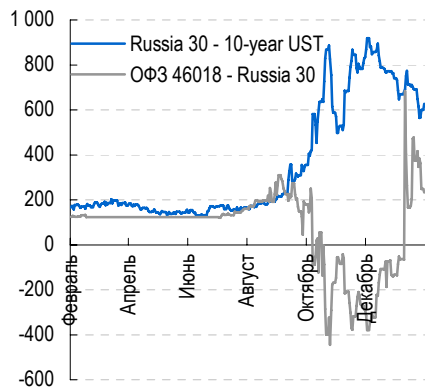
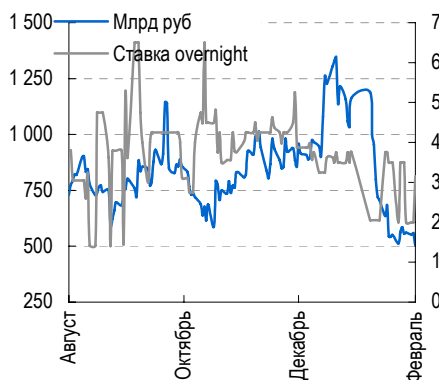


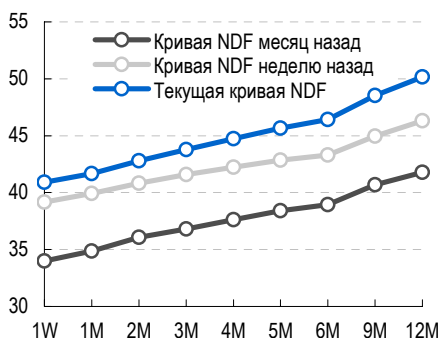
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

4 фев	Данные по продажам автомобилей (США)
4 фев	Размещение ОФЗ на 15 млрд. рублей
6 фев	Цифры по рынку труда (США)
10 фев	Данные по оптовым запасам (США)
10 фев	Выступление Б.Бернанке в Конгрессе
11 фев	Торговый баланс США
12 фев	Данные по розничным продажам (США)
12 фев	Обращения за пособием по безработице (США)

Рынок еврооблигаций

- Рынки в очередной раз пытаются нащупать «дно»
- В EM покупки; **Россия и Газпром** – в лидерах рынка CDS (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ажиотаж вокруг девальвации рубля постепенно стихает (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **Седьмой континент (NR)** подал инвесторам **недобрый знак** (стр. 3)
- **Комиссия под руководством вице-премьера И.Шувалова приняла решение оказать ГАЗу (NR) финансовую поддержку.** Конкретные схемы предоставления помощи могут быть одобрены на днях (Источник: Reuters). Очевидно, что эта новость существенно повышает вероятность успешного прохождения ГАЗом oferty по выпуску облигаций объемом 5 млрд. руб. 12 февраля. Тем не менее, на наш взгляд, риск дефолта и реструктуризации займа все еще остается существенным (10-20%). Выпуск уже заблокирован на выплату купона.
- **ТМК (Ва3/В+)** объявила **предварительные результаты за 2008 г. по МСФО.** Выручка составила 5.8 млрд. долл., показатель EBITDA – 1 млрд., объем долга – около 3.5 млрд., в т.ч. 1 млрд. – краткосрочный. На наш взгляд, в 2009 г. кредитные метрики компании еще более ослабнут, в т.ч. из-за ухудшения конъюнктуры в отрасли и недавней покупки «остатков» IPSCO у Евраза. В то же время, поддержку компании окажут низкие цены на сталь, а также хорошие отношения с госбанками.
- **Альянс Русский Текстиль (NR)** принял решение о **ликвидации.** (Источник: Reuters). По нашим оценкам, баланс компании выглядит очень слабо, поэтому держателям облигаций не стоит рассчитывать на значительные выплаты в процессе ликвидации.
- **Группа Соллерс (экс Северсталь-Авто, NR)** имеет долг на уровне **740 млн. долл.** В 2009 г. компания планирует снизить уровень долга и довести соотношение «Долг/EBITDA» до 3х (Источник: Ведомости). На наш взгляд, в текущей ситуации автопроизводителю практически нереально снизить долговую нагрузку. По нашим оценкам, способность Соллерс платить по облигациям будет в значительной степени зависеть от того, поддержит ли компанию государство. Напомним, Соллерс вошла в правительственный «белый список».

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.89	+0.17	+0.52	+0.68
EMBI+ Spread, бп	640	-11	-25	+401
EMBI+ Russia Spread, бп	589	-20	-130	+442
Russia 30 Yield, %	8.92	-0.08	-0.86	-0.93
ОФЗ 46018 Yield, %	12.04	+0.71	+3.59	+3.59
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	419	-56.5	-607.9	-450.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	83.3	+1.2	-53.3	-31.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-666.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	12.17	-0.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	0.00	0	-34.81	-34.37
Нефть (брент), USD/барр.	44.1	+0.3	-2.8	-1.5
Индекс РТС	512	+4	-120	-120

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

РЫНКИ В ОЧЕРЕДНОЙ РАЗ ПЫТАЮТСЯ НАЩУПАТЬ ДНО

Характер торгов на основных мировых площадках по-прежнему лучше всего описать словом «волатильность». С одной стороны, быть пессимистом сейчас очень «модно», с другой – инвесторы надеются, что проблемы не могут быть вечными и пытаются увидеть «свет в конце туннеля», радуясь каждому позитивному сигналу. Вот и вчера известие о том, что количество находящихся в процессе заключения сделок на **рынке недвижимости** в США в декабре выросло на 6.3%, было воспринято с воодушевлением. ФРС тоже порадовала инвесторов, решив продлить действие программ «закачки ликвидности» с труднопроизносимыми аббревиатурами и своп-линий с мировыми **ЦБ** до конца октября (по прежним условиям, их срок истекал в конце апреля).

Ключевые индексы акций вчера завершили день ростом (**Dow Jones** +1.78%), а котировки **US Treasuries**, напротив, снизились. По итогам дня, доходность **10-летних нот** опустилась до 2.89% (+16бп). Справедливости ради, отметим, что накануне **UST** заметно и несколько неожиданно прибавили в цене.

В EMERGING MARKETS ПОКУПКИ; РОССИЯ И ГАЗПРОМ – В ЛИДЕРАХ РЫНКА CDS

Котировки основных бенчмарков **EM** вчера преимущественно росли вслед за акциями. В среднем они прибавили примерно 50бп. Спрэд **EMBI+** сузился до 640бп (-11бп).

Вчера активность в российском сегменте также была довольно высокой, однако до реальных сделок дело доходило нечасто ввиду широких bid/ask спрэдов, которые на текущих уровнях уже устраивают не всех. Расстановка сил также не меняется: Москва, главным образом, покупает; Лондон продает. На общем оптимизме, котировки **RUSSIA30** (YTM 8.92%) подросли вчера примерно на 50бп до 92.5пп. Спрэд к **UST** сузился до 603бп (-24бп).

Интересно, что, по оценке крупнейшего брокера **GFI**, в январе **CDS** на российский суверенный риск были наиболее торгуемыми среди всех суверенных **CDS**, а **CDS Газпрома** лидировали в номинации «европейские корпорации». Это еще раз подчеркивает значимость России на глобальном долговом рынке.

Рынок рублевых облигаций

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

АЖИОТАЖ ВОКРУГ ДЕВАЛЬВАЦИИ РУБЛЯ ПОСТЕПЕННО СТИХАЕТ

Вчера стоимость корзины эпизодически поднималась примерно до 40.95 рублей, однако большую часть дня торги шли в коридоре 40.75-40.85. **Центробанк**, по оценкам наших дилеров, стоит с оффером на уровне 41.00 и не вмешивается в ход торгов. Обороты не очень значительны. Тем не менее, ставки **NDF** все еще высоки – около 30%.

Регулятор продолжает «придерживать» ликвидность: на аукционах **прямого репо** (включая недельный) банки привлекли 503.5 млрд. рублей при спросе на уровне 707 млрд., а на 5-недельном беззалоговом аукционе спрос почти в 6 раз превысил предложение, при этом банкам пришлось платить аж 18.4% (средневзвешенная ставка). Сегодня утром отрицательное сальдо (-666.6 млрд. ☺) по-прежнему превышает суммарные остатки банков на корсчетах и депозитах (502.3 млрд.).

Интересно, что на МБК ставки **overnight** относительно невысоки – около 10%. Отчасти это отражает по-прежнему высокую фрагментированность этого рынка. Деньги по такой цене могут привлечь лишь немногие.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Особых перемен в рублевых облигациях мы не замечаем. Инвесторы по-прежнему предпочитают придерживаться выжидательной позиции. Вчера немного более активно вели себя покупатели в коротких бумагах **2-го эшелона: Номос-9** (УТР 24.75%, +34бп), **УРСА-7** (УТР 28.45%, +29бп), **СУ-155** (УТР 17.41%, +25бп), **Копейка-2** (УТР 14.31%, +32бп) и т.д. Определенную слабость мы отметили в облигациях **7Конт-2** (см. комментарий ниже).

Седьмой континент (NR) подал инвесторам недобрый знак

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

Под «недобрым знаком» мы подразумеваем вчерашнее заявление компании по поводу возможных вариантов рефинансирования облигационного займа на 7 млрд. руб., опубликованное вместе с сообщением о погашении короткого займа ВТБ: «Самым серьезным финансовым проектом компании в текущем году будет являться прохождение оферты по облигациям 23 июня 2009 года... компания рассматривает различные варианты обеспечения своих обязательств по вышеуказанной оферте, включая рефинансирование за счет привлечения дополнительных кредитов коммерческих банков, эмиссии новых долговых инструментов, возможность конвертации облигаций в привилегированные акции».

На первый взгляд нам показалось, что таким образом компания хочет «протестировать рынок» – возможно, инвесторы сейчас настолько напуганы и «загнаны в угол», что готовы будут пойти на реструктуризацию займа. Ведь кругом уже идет столько реструктуризаций... С другой стороны, это может быть просто конструктивное предложение кредиторам без попытки их шантажировать (т.е. не «distressed offer» в терминах S&P). Вот что пишет по этому поводу агентство Reuters: «Пока же компания собирается исполнить оферту за счет собственных средств, отмечая, что риски дефолта невелики. Основной (источник средств для оферты) – это погашение займа за счет собственных средств компании, по поводу других возможных вариантов никаких решений не принято. Риск невыполнения обязательств (по оферте) невелик, - сказал представитель компании. Возможная конвертация облигаций в акции пока обсуждается и существует лишь на уровне предложения. Никаких реальных решений по этому поводу нет».

Так или иначе, но инвесторы вчера «напряглись», а биды в выпуске 7Конт-2 откатились на уровень 60-62% от номинала (с 70%), что подразумевает доходность на уровне 270-300% годовых к оферте в июне 2009 г.

На наш взгляд, есть ряд аргументов в пользу того, что держателям облигаций пока рано паниковать:

- Седьмой континент – это один из крупнейших в России продуктовых ритейлеров;
- Эмитентом облигаций выступает ключевая операционная компания группы – ОАО «Седьмой континент», на которой сконцентрированы все основные активы и денежные потоки. Это делает позицию кредиторов относительно более сильной по сравнению со случаями, когда заемщик представляет собой группу из огромного количества компаний, а эмитент – «пустышка». На балансе Седьмого континента находится более 30 крупных помещений для супермаркетов, расположенных в Москве;
- Компания вошла в правительственный список «системообразующих предприятий»;
- Рыночная капитализация компании по-прежнему существенно выше нуля (более 400 млн. долл.);

Одновременно нельзя сказать, что все так безоблачно. В кредитном профиле Седьмого континента есть ряд существенных «узких мест», о которых мы неоднократно упоминали:

- Предположительно высокий уровень долговой нагрузки на уровне контролирующего акционера, который в 2007 г. выкупил долю партнера более чем за 500 млн. долл.
- Очень значительные и растущие «финансовые вложения», которые на практике могут представлять собой все что угодно – от банковских депозитов и инвестиций в ценные бумаги до кредитов связанным сторонам. Насколько мы понимаем, у Седьмого континента есть и то, и другое, и третье. Мы опасаемся, что именно «третьего», т.е. операций со связанными сторонами, там больше всего. Вместе с неоправданно значительной «дебиторкой» финансовые вложения Седьмого континента на последнюю отчетную дату тянут аж на 20 млрд. руб. (см. табл. ниже)!
- Наконец, операционные показатели компании тоже не выглядят блестяще. Супермаркет - основной формат Седьмого континента – будет пользоваться невысокой популярностью в период замедления экономической активности. Кроме того, появлялись публикации о том, что компания задерживала платежи поставщикам и в результате испортила отношения с рядом из них, сократив ассортимент.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Седьмой Континент»

млн. рублей	2007 г.	2007 г.	6 мес.2008 г.	6 мес.2008 г.	9 мес.2008 г.	9 мес.2008 г.
	РСБУ	МСФО	РСБУ	МСФО	РСБУ	МСФО.
Выручка	27 418	32 588	15 694	18 949	23 542	28 518
Операционная прибыль	2 841	3 778	874	1 656	1 363	2 528
Капитал	13 259	15 742	14 245	16 751	14 416	15 913
Долг	7 925	11 963	9 050	13 197	13 144	12 734
Финансовые вложения	10 673	13 840	13 566	13 535	16 605	н.д.
Дебиторская задолженность	1 142	1 137	3 591	2 395	4 675	н.д.

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Мы постараемся выяснить у Седьмого континента структуру «финансовых вложений» компании. Это сейчас в значительной степени определяет ответ на вопрос о силе или слабости кредитного профиля компании. До этого мы воздержимся от рекомендаций по бумаге.



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
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		

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.