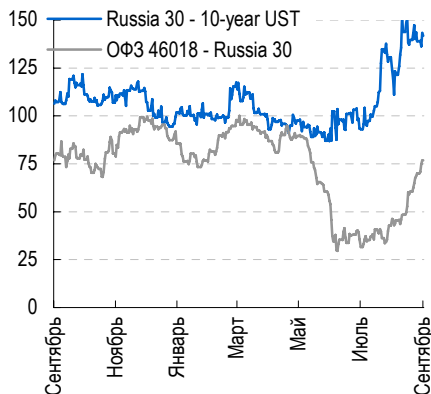
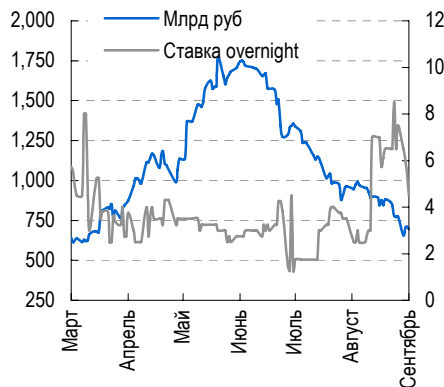


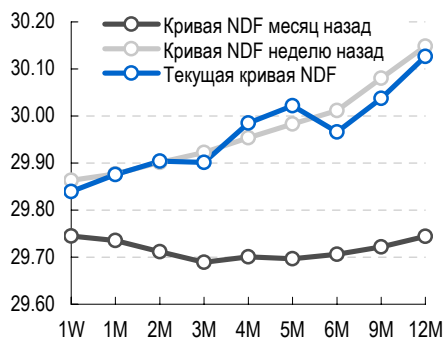
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

6 сен	Решение ЕЦБ о процентной ставке
7 сен	Nonfarm Payrolls за август
12 сен	Аукцион ОФЗ 46018 (RUB 17 млрд.)
12 сен	Аукцион ОФЗ 46020 (RUB 22 млрд.)
17 сен	Размещение ОБР-3
17 сен	Уплата ЕСН, страховых взносов
18 сен	Заседание ФРС
20 сен	Уплата НДС

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** вчера резко снизились на очень слабой статистике по рынку жилья **США** и росте долларовых ставок **LIBOR**. Сегодня **ЕЦБ** примет решение по ставке рефинансирования (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Покупки долларов на валютном рынке продолжаются – плохой знак для рублевых облигаций
- Банк Русский Стандарт** продает выкупленный по оферте 6-й выпуск: наш комментарий (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Аптечная сеть 36.6 (NR) отчиталась за 1-е полугодие 2007 г.** Долговая нагрузка компании остается высокой. Политика агрессивного роста за счет наращивания долга в условиях возросших системных рисков рефинансирования становится опасной. Ключевым фактором поддержки остается "equity story" (стр. 3).
- Вкратце: Банк Петрокоммерц (ВаЗ/В+) может отказаться от планов привлечения стратегического инвестора.** Как сообщил один из бенефициров банка, вице-президент ЛУКОЙЛа Л.Федун, в настоящее время переговоры о продаже Петрокоммерца не ведутся, хотя у нескольких структур остается интерес к Петрокоммерцу (Источник: Интерфакс). Напомним, что несколько дней назад другой бенефициар банка и топ-менеджер ЛУКОЙЛа сообщал о том, что переговоры о продаже имеют место (см. наш комментарий от 31 августа). Новая информация заставляет нас пересмотреть взгляды на возможность скорого поглощения Петрокоммерца крупным международным финансовым институтом. Соответственно, вероятность того, что облигации банка будут демонстрировать динамику «лучше рынка», снижается.
- Вкратце: Standard & Poor's повысило рейтинги Русфинанс Банка и Росбанка на 1 ступень до BB+ и BB- соответственно.** Прогнозы рейтингов обоих банков остаются «Позитивными». Свои решения S&P мотивирует в основном высоким уровнем поддержки со стороны акционеров. В первую очередь, речь идет о французской группе SocGen (Aa1/AA). По некоторым причинам (по всей видимости, технического характера), рублевые облигации Русфинанс Банка пока не включены в список бумаг, принимаемых Центробанком по сделкам прямого репо. Как только они там появятся, их привлекательность возрастет. Сейчас выпуски Русфинанса торгуются со спредами около 200бп к ОФЗ. У Росбанка нет ликвидных и интересных со спекулятивной точки зрения облигаций.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.47	-0.08	-0.27	-0.23
EMBI+ Spread, бп	233	+10	+14	+64
EMBI+ Russia Spread, бп	143	+7	+14	+47
Russia 30 Yield, %	5.90	-0.01	-0.08	+0.25
ОФЗ 46018 Yield, %	6.67	+0.01	+0.23	+0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	420.2	+18.7	-43.7	-245.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	275.7	-33.7	-206.5	+161.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	71.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.4	+0.19	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.84	+0.07	0	+0.16
Нефть (брент), USD/барр.	74.3	+0.4	+3.1	+13.6
Индекс РТС	1905	0	-40	-5

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вопреки высказанным нами вчера предположениям о вероятном росте доходностей **US Treasuries**, они вчера резко снизились. (**UST10** 4.47%; -8бп). Поводом для очередной волны «бегства к качеству» послужила в первую очередь неожиданно слабая статистика по занятости и рынку жилья в США. Объем заключенных контрактов на продажу домов снизился на рекордные 12%. На этом фоне вновь активизировались разговоры о неизбежности снижения **FED RATE** на ближайшем заседании комитета **ФРС**. Вчера с заявлением о вероятном снижении ключевой ставки на 25бп выступил главный экономист **ОЭСР**. В то же время, мы обращаем внимание на то, что опубликованная вчера «**Бежевая книга**» **ФРС** указывает на сохранение экономического роста в США. Возможно, вчерашним покупкам **US Treasuries** способствовал и очередной виток недоверия в банковской системе. Об этом сигнализировали выросшие долларové ставки **LIBOR**.

Спрэд **EMBI+** по итогам дня достиг 233бп (+10бп). Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.90%) завершил день в небольшом плюсе (порядка 1/16), однако из-за ралли в **UST** спрэд расширился на 7 бп до 143бп. В корпоративном сегменте сделок крайне мало. В наиболее ликвидных бумагах пока сохраняются биды от любителей «bottom fishing».

Сегодня ожидается решение по ставке рефинансирования **ЕЦБ**. Согласно консенсус-ожиданиям, она останется неизменной (4.0%). Напомним, что ранее шли разговоры о возможном повышении ставки на очередные 25 бп. Сейчас же, в связи с кризисом ликвидности, все больше аналитиков сходятся во мнении, что **ЕЦБ** не изменит стоимость overnight-рефинансирования для банков. В США сегодня публикуется индекс **ISM** по сфере услуг, а также статистика по неуплате ипотечных кредитов за 2-й квартал 2007 г.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера в рублевых облигациях продолжились продажи. В госбумагах к «общим» факторам добавляется близость новых крупных размещений. По словам наших валютных дилеров, на российском валютном рынке сохраняется спрос на доллары (в т.ч. и сегодня утром). В связи с этим мы полагаем, что среди продавцов рублевых облигаций есть немало нерезидентов. В то же время, торговые портфели сокращают и российские банки, которые понимают, что от привычного осеннего привлечения средств на западных долговых рынках в этом году придется частично или полностью отказаться. Учитывая, что в коммерческом (в первую очередь потребительском) кредитовании наступает «высокий сезон», многие из них используют сокращение портфелей ценных бумаг в качестве источника ликвидности.

Вчера примерно из тех же соображений продажей облигаций занимался **Банк Русский Стандарт**. Этот банк не имеет заметных торговых портфелей. В данном случае, он продавал собственный выпуск (6-й), который недавно был предъявлен инвесторами к оферте. Похоже, что оффер банка сейчас находится на уровне 12% по доходности. В любом случае, это негативная новость для держателей всех облигаций Русского Стандарта. Правда, если инвесторы рефинансируют свои позиции в облигациях банка посредством прямого репо с ЦБ (6%), то разница в доходности и стоимости рефинансирования обеспечивает такой торговой стратегии очень высокий «запас прочности» на случай снижения котировок. Мы надеемся, что Русский Стандарт не будет излишне агрессивен в своих действиях по продаже «в рынок» 6-го выпуска, чтобы не испортить свою репутацию на рынках капитала. В то же время, полностью исключать дальнейшего роста доходностей облигаций банка мы не можем, т.к. «точка безубыточности» Русского Стандарта находится очень высоко.

36.6(NR): ухудшение конъюнктуры финансовых рынков увеличивает риски

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

Аптечная сеть 36.6 вчера опубликовала промежуточную консолидированную отчетность по МСФО за 1-е полугодие 2007 г. Результаты отражают очень высокие темпы роста компании. Выручка 36.6 за январь-июнь увеличилась на 78% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. При этом, рост сопоставимых продаж (like-for-like) составил 35%.

Слишком высокие темпы роста ведут к снижению операционной рентабельности компании. Причины – низкая рентабельность новых магазинов, экспансия в менее привлекательные регионы и высокий уровень некапитализируемых инвестиций в открытие новых аптек или интеграцию ранее приобретенных сетей (ребрендинг, оформление магазинов, найм и обучение персонала). Показатель EBITDA margin по итогам полугодия опустился до 3.9% по сравнению с 4.7% в 2006 г. Если бы не сильные результаты производственного подразделения (Верофарм), показатели рентабельности 36.6 выглядели бы еще хуже.

На конец июня 2007 г. объем совокупного долга компании достиг USD288 млн., а коэффициент «Долг/EBITDA годовая» составил 9.6х. В дальнейшем 36.6 планирует диверсифицировать источники финансирования (продажа акций Верофарма, sale-leaseback портфеля недвижимости и т.д.), но от чисто долговых инструментов компания тоже пока не отказывается. В настоящее время на рынке маркируется выпуск 2-месячных биржевых облигаций (российский аналог «коммерческих бумаг») объемом 1 млрд. руб. Согласно сообщениям информационных агентств, ориентир по доходности этих бумаг – около 11-12%.

Учитывая, что оферта по выпуску облигаций 36.6 наступает в январе 2008 г., т.е. после предполагаемого срока погашения «коммерческих бумаг», доходность по облигациям должна быть заметно выше, чем price-talk по «коммерческим бумагам». Последние котировки выпуска 36.6 были видны на уровне 12.2%.

Основным фактором поддержки кредитного профиля 36.6 мы считаем «equity story», т.е. возможность продажи акций Верофарма (36.6 сейчас, по нашим оценкам, напрямую и косвенно контролирует около 37% рыночной стоимостью около USD165 млн.) или акций самой 36.6 (публично торгуемая компания с капитализацией около USD635 млн.). Вместе с тем, мы обращаем внимание на то, что действие этого фактора поддержки сейчас ослабло в связи с возросшими системными рисками на рынках капитала и связанными с этим сложностями в осуществлении новых долговых и акционерных сделок.

Ключевые финансовые показатели компании «Аптечная сеть 36.6», МСФО

USD млн.	2005	1П2006 неаудир	2006	1П2007 неаудир
Выручка	305	219	528	390
Операционная прибыль	14	4	12	6
EBITDA	23	9	25	15
Чистая прибыль	8	49	34	(17)
Долг (с учетом обязательств по фин. аренде)	110	174	253	288
Собственный капитал	48	101	88	71
Активы	245	350	525	620
Ключевые показатели				
EBITDA margin (%)	7.5%	4.1%	4.7%	3.8%
Долг/ EBITDA annualized (x)	4.9	9.7	10.1	9.6
Долг/Собственный капитал (x)	2.3	1.7	2.9	4.1

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



МДМ-Банк
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
Эндрю Муллиндер	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.

© 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.