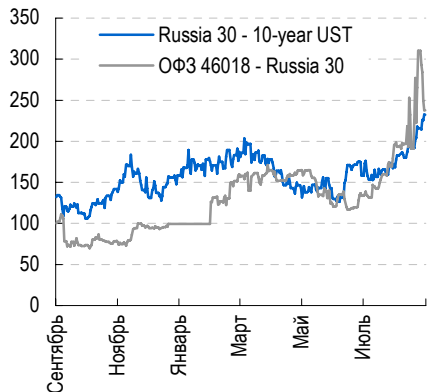
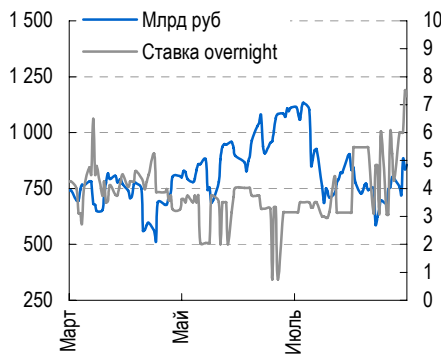


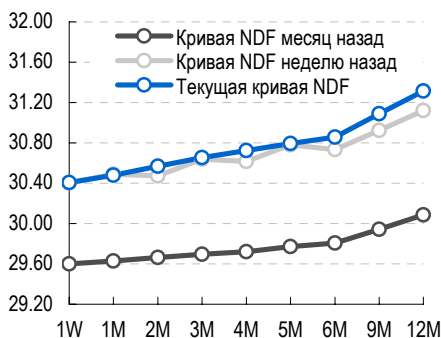
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

12 сен	Статистика по розничным продажам в США
12 сен	Индекс цен производителей (PPI)
12 сен	Размещение руб. обл. Запсибкомбанк-1
12 сен	Индекс потреб. доверия U.Michigan
15 сен	Уплата 1/2 акцизов, ЕСН
15 сен	Индекс Empire Manufacturing
16 сен	Индекс потребительских цен (CPI)
16 сен	Заседание ФРС

Рынок еврооблигаций

- «Качели» на рынке **US Treasuries**. Инвесторы выводят средства с развивающихся рынков (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Потребность в ликвидности растет. Активность продавцов сместилась во **2/3-й эшелоны**. Эмитенты напоминают о большом навесе нового предложения (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Аптечная сеть 36.6 (NR)** опубликовала **нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008-го года по МСФО** (стр. 4)
- Расходование средств суверенных фондов на поддержку финансового рынка негативно повлияет на кредитный рейтинг РФ**. Об этом Standard & Poor's вчера предупредило правительство России. На наш взгляд, это неадекватно жесткая позиция, т.к. резервы ликвидности формировались правительством в последние годы именно для обеспечения устойчивости в периоды «турбулентности». Мы полагаем, что правительство избежит прямых покупок акций за счет средств суверенных фондов, чтобы сохранить высокие рейтинги. В то же время, есть множество других каналов поддержки, которые уже задействованы или могут быть использованы в будущем. Среди них – активное предоставление ликвидности банковской системе и одобрение обратного выкупа акций госбанками и госкомпаниями.
- ТГК-4 (NR)** опубликовала отчетность за **2007 г. по МСФО**. Выручка компании в отчетном периоде составила почти 25 млрд. руб. (+30% к 2006 г.), показатель EBITDA – около 13%, соотношение Долг/EBITDA – примерно 3.3x. Компания получила большой чистый убыток, который связан с неденежными расходами, в т.ч. переоценкой имущества и ростом амортизационных отчислений. Опубликованная отчетность – достаточно старая «фотография» компании. В 2008 г. контроль над ТГК-4 получила группа Онэксим, которая в т.ч. произвела инъекцию капитала в размере более 15 млрд. руб. Кредитный риск по облигациям ТГК-4 (~14% к оферте в июне 2009), на наш взгляд, очень невысок. Мы воспринимаем эти бумаги как неплохой защитный актив.
- ЛУКОЙЛ (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-)** предоставил **ТГК-8 (NR)** кредитную линию в **размере 45 млрд. руб.** (Источник: Reuters). Мы воспринимаем это событие как подтверждение того, что ТГК-8 получит от своего акционера поддержку в случае возникновения финансовых затруднений. Мы нейтрально относимся к облигациям ТГК-8 на текущих уровнях.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.64	+0.01	-0.26	-0.39
EMBI+ Spread, бп	335	+5	+48	+96
EMBI+ Russia Spread, бп	237	+7	+63	+90
Russia 30 Yield, %	5.97	+0.08	+0.35	+0.46
ОФЗ 46018 Yield, %	8.35	-0.03	+0.77	+1.88
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	782.1	+23.2	+110.1	-106.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	73.2	-3.2	-87.6	-41.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-301.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8	+0.14	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.37	+0.02	+0.70	+0.64
Нефть (брент), USD/барр.	97.6	-1.4	-13.5	+3.7
Индекс РТС	1298	-36	-506	-993

Рынок еврооблигаций

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

«КАЧЕЛИ» НА РЫНКЕ US TREASURIES

Вчерашний день на американском рынке выдался очень волатильным. Практически с самого открытия торгов обозначилась весьма мощная волна «бегства в качество», и котировки **UST** стремительно пошли вверх. На пике доходность **10-летних нот** снижалась до 3.55%. Основной причиной послужила «распродажа» акций компаний финансового сектора в первой половине дня, насколько мы понимаем, из-за снижения крупнейшими инвест-домами справедливой цены акций **Lehman Brothers**. Не добавила инвесторам оптимизма и макроэкономическая статистика: данные по дефициту торгового баланса и федерального бюджета США вышли хуже ожиданий.

Однако незадолго до окончания торгов появилась информация, что интерес к покупке **Lehman Brothers** проявил **Bank Of America**, и сейчас ведутся переговоры. Ситуация на рынках моментально развернулась на 180 градусов. По итогам дня, основные индексы акций, а за ними и доходности **UST**, показали рост: **DJI** +1.44%, **10-летние UST** завершили день на отметке 3.64% (+16п).

Сегодня в США выходят данные по розничным продажам, а также индекс цен производителей.

EMERGING MARKETS

Ситуация на рынке еврооблигаций **EM** оставляет желать лучшего: отток капитала продолжается. За последние 3 месяца из фондов, инвестировавших на развивающихся рынках, инвесторы вывели рекордный с 1995 года объем средств: 29.5 млрд. долл. (источник: **Ведомости**). На этом фоне не удивительно, что спрэд **EMBI+** вновь расширился, достигнув 335бп (+5бп).

В российском сегменте еврооблигаций снижение котировок продолжается «по всем фронтам». Выпуск **RUSSIA30** (YTM 5.97%) вчера потерял в цене порядка 3/4бп, спрэд к **UST** расширился до 233бп. **CDS** стоят на уровне 170-180 пунктов. В корпоративных выпусках вчера мы наблюдали продажи, лишь появлялась хоть малейшая ликвидность. По большому счету, «биды» сейчас отсутствуют по всему рынку, экраны брокеров пусты. Небольшой интерес есть только к бумагам короткой дюрации, которые в большинстве случаев сейчас торгуются ниже номинала.

НОВЫЕ ВЫПУСКИ

В новостных лентах вчера появилась информация о том, что **Сибирьтелеком** хочет привлечь порядка 100 млн. долл. путем размещения пятилетних **CLN**. Возможной датой выпуска называют ноябрь, процентная ставка в районе 9%. Также вчера **РЖД** назначила организаторов размещения евробондов. Напомним, ранее появлялась информация, что до конца года монополия планирует разместить порядка 600 млн. долл. евробондов.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

«ДЕНЕГ МНОГО НЕ БЫВАЕТ»

На денежном рынке складывается весьма печальная картина: ставки **overnight** упорно ползут вверх (вчера они достигли 8.5%), одновременно ширится дефицит ликвидности в банковской системе. В четверг в рамках операций **прямого репо** банки заняли почти 300 млрд. рублей, причем лимита на утреннем аукционе хватает не всем: объем дневного аукциона, как и вчера, превысил 50 млрд. рублей. Одновременно депозитные аукционы **Госкорпорации ЖКХ** прошли, можно сказать, при ажиотажном

спросе, превысившем предложение в 3.8 раза. В итоге 10 млрд. рублей на годовой депозит были размещены под 11.72%, аналогичная сумма на полгода досталась банкам под 11.63%.

Вчера же **Минфин** поспешил объявить, что суммарный объем депозитных аукционов, запланированных на 16-17 сентября, составит внушительные 350 млрд. рублей. Правда, только 75 млрд. рублей будут предложены на месяц, остальная сумма пойдет на недельные депозиты.

Ситуация с ликвидностью складывается весьма плачевная, еще более грустно становится, если вспомнить, что в понедельник предстоят первые в этом месяце налоговые выплаты (**1/2 акцизов, ЕСН**). В связи с этим мы бы хотели обратить внимание, что у Минфина остается еще один «козырь», а именно увеличение скорости исполнения расходной части бюджета. С начала 2008 года профицит бюджета достиг 8.8% ВВП (2.3 трлн. рублей), за аналогичный период прошлого года этот показатель составил 7.4% (1.44 трлн. рублей). Конечно, часть этих средств попадает в банковскую систему через депозитные аукционы, однако сейчас этого, похоже, недостаточно.

СЛОВЕСНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ НЕ ПОМОГАЮТ

Вчера госчиновники самого высокого ранга сделали несколько заявлений относительно нынешней ситуации на финансовых рынках. Сначала министр финансов **А.Кудрин** намекнул, что пенсионные средства и ФНБ могут быть использованы для поддержания рынков. Чуть позже ситуацию прокомментировал президент РФ **Д.Медведев**, призвавший правительство и ЦБ сделать все необходимое для обеспечения притока средств на финансовые рынки. Также г-н Медведев выразил уверенность, что российские активы остаются весьма перспективными для вложений, а нынешняя «турбулентность» носит временный характер. В свою очередь глава ЦБ **С.Игнатьев** повторил, что регулятор не намерен расширять коридор бивалютной корзины.

К сожалению, участники рынка не придали словесным интервенциям большого значения. Индекс **РТС** снизился еще на 2.72%, бивалютная корзина весь день торговалась очень высоко – около 30.38-30.39 рублей, что весьма близко к уровню поддержки ЦБ (30.40 рублей).

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Что касается долгового рынка, то картина выглядит все также печально: котировки подавляющего большинства рублевых облигаций продолжают снижаться. Мы обратили внимание, что вчера бумаги **1-го эшелона** смотрелись относительно стабильно (их цены снизились «лишь» на 30-40бп), а вот в выпусках **2-го эшелона** продажи стали более агрессивными: **Салаватнефтеоргсинтез-2** (УТР 13.44%, -1.5п), **ОГК-6-1** (УТР 15.5%, -90бп), **ИжАвто-2** (УТР 18.1%, -70бп), **НПО Сатурн-3** (УТР 21.9%, -65бп) и т.д.

Одновременно, напоминают о себе «старые» негативные факторы, а именно существенный «навес» нового предложения: в новостных лентах появились сообщения, что ФСФР зарегистрировала новые выпуски облигаций **Газпрома** на 35 млрд. рублей, **Х5-Финанс** – на 16 млрд. рублей; Банк **Ренессанс Капитал** готовит два займа суммарно на 10 млрд. рублей. Днем ранее **Сбербанк** объявил о регистрации долговой программы на 60 млрд. рублей.

ПОПОЛНЕНИЕ В КОТИРОВАЛЬНОМ СПИСКЕ А1

Вчера стало известно, что в **Котировальный список А1** добавлены следующие выпуски: **МКБ-4** (УТР 12.34%), **Трансфин-М-2** (УТР 11.04%) и **Трансконтейнер-1** (УТР 11.1%).

Аптечная сеть 36.6 (NR): нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008 г.

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

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

Результаты 1-го полугодия смотрятся несколько лучше по сравнению с «провальным» 4-м кварталом 2007 г. (см. Комментарий от 14 июля), однако в целом кредитный профиль компании остается весьма уязвимым.

Розничное направление 36.6 продолжает оставаться убыточным на уровне EBITDA. И если в ходе июльской телеконференции менеджмент компании еще оптимистично заявлял о том, что в целом по году значение этого показателя в розничном сегменте будет положительным, то вчера уверенно подтверждать такой прогноз компания не стала.

Руководство Аптек сообщило, что сбои в логистической ERP-системе были полностью устранены и сегодня 33% поставок осуществляется через распределительный центр компании, что дает экономию на транспортных издержках, а также делает более эффективным управление запасами. Кроме того, Аптеки значительно улучшили условия работы с поставщиками в части получения длительных отсрочек по платежам (период оборачиваемости кредиторской задолженности по итогам полугодия достиг 150 дней). Таким образом, компания фактически получила дополнительное «бесплатное» финансирование. Рост кредиторки внес наиболее заметный вклад в положительное значение операционного денежного потока в отчетном периоде (60 млн. долл.).

Денежный поток от инвестиционной деятельности в 1-м полугодии тоже был положительным (95 млн. долл.), т.к. Аптеки минимизировали расходы на экспансию и продали медицинский бизнес за 111 млн. долл. В результате компании удалось резко сократить долговую нагрузку, что наиболее четко следует из динамики показателя «Чистый долг» (см. табл.). В результате риски рефинансирования для Аптек существенно снизились.

Основной проблемой для компании на «долговом фронте» будет рефинансирование рублевого займа в июне 2009 г. До этого, по нашим оценкам, больших проблем с выполнением долговых обязательств у Аптек не будет – запас денежных средств на балансе весьма значителен. Насколько мы поняли, компания рассматривает различные варианты финансирования, в т.ч. выпуск акций и/или конвертируемых облигаций. В собственности сети пока еще остается значительный актив – акции ОАО «Верофарм». Однако очевидно, что реализация любых сделок на рынках капитала сейчас под большим вопросом.

Ключевым фактором кредитного риска Аптек, на наш взгляд, является недостаточная эффективность операционной деятельности. Если менеджменту не удастся сделать компанию прибыльной, то имеющийся сейчас запас прочности может исчезнуть. Капитализация Аптек сейчас составляет около 160 млн. долл., Верофарма – 390 млн. долл.

В настоящее время доходность облигаций компании составляет порядка 17.4%. На наш взгляд, в текущих условиях такой риск должен стоить не менее 20%.

Ключевые финансовые показатели компании «Аптечная сеть 36.6», МСФО

USD млн.	2006 г.	1-я пол. 2007 г.	2007 г.	1-я пол. 2008 г.	
				консолидировано	в т.ч. блок Розница
Выручка	528	390	871	559	448.2
Валовая прибыль	183	131	278	182	114.7
Операционная прибыль	12	6	(29)	(2)	-
EBITDA	25	15	(8.7)	10	(21)
Чистая прибыль	34	(17)	(99)	(8)	(29)
Долг (с учетом обязательств по фин. аренде)	253	288	295	244	
Чистый долг	240	248	262	116	
Собственный капитал	132	182	249	264	
Активы	525	620	832.3	922	

Ключевые показатели

Gross margin (%)	30.7%	33.6%	31.9%	32.6%
EBITDA margin (%)	4.7%	3.8%	n/a	1.8%
Долг/ EBITDA annualized (x)	10.1	9.6	n/a	12.2
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	9.6	8.3	n/a	5.8
Долг/Собственный капитал (x)	1.9	1.6	1.2	0.9

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	+7 495 228 35 17

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