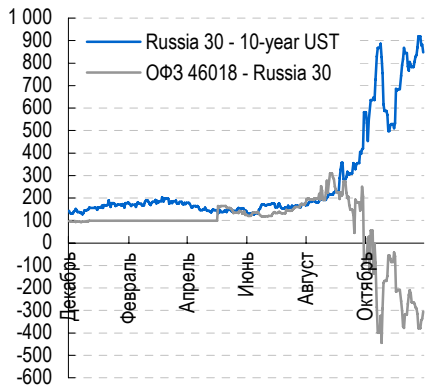
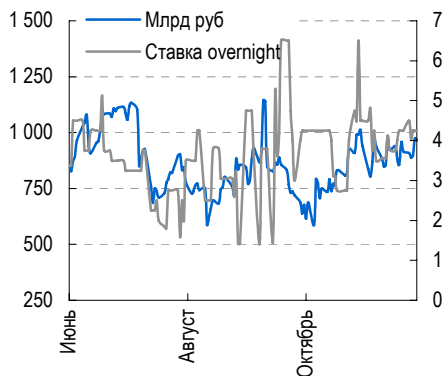


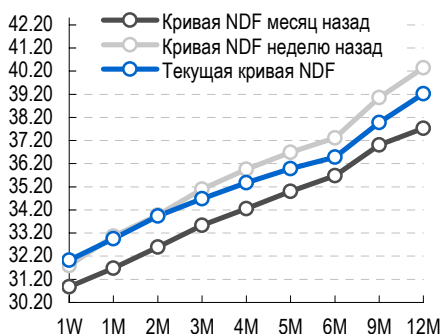
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

|        |   |
|--------|---|
| 12 дек | Индекс цен производителей PPI (ноябрь)  |
| 12 дек | Статистика по розничным продажам в США  |
| 12 дек | Индекс потреб. доверия U.Michigan       |
| 15 дек | Индекс Empire Manufacturing             |
| 15 дек | Уплата акцизов, ECH                     |
| 16 дек | Статистика по перв. рынку жилья в США   |
| 16 дек | Индекс потребительских цен CPI (ноябрь) |
| 16 дек | Заседание ФРС                           |

### Рынок еврооблигаций

- Сенат США решил отменить рождественское ралли
- ЕМ вчера покупали; buyback'и от Казтрансгаза и Интерпайпа (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Вчера почему-то резко вырос объем операций прямого репо с ЦБ;
- Вторичный рынок: МиГ, Еврокоммерц (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Дефолт МиГа (NR) – очень тревожный сигнал для инвесторов в облигации эмитентов «с господдержкой» (стр. 4)
- ДИКСИ (NR): по итогам 9 месяцев долговая нагрузка чуть выросла (стр. 4)
- Нефтесервисная группа Интегра (NR) опубликовала операционные и финансовые результаты за 9 месяцев 2008 г. Компания продемонстрировала хорошую динамику выручки и рентабельности. Еще более важно, что группа снизила дебиторскую задолженность и за счет этого добилась роста операционного денежного потока. Долговая нагрузка Интегры пока не выглядит высокой (менее 2x в терминах «Чистый долг/EBITDA»). Однако, основу задолженности составляют краткосрочные обязательства. Кроме того, следует понимать, что конъюнктура нефтесервисной отрасли сейчас резко ухудшилась. Об этом в недавнем интервью говорил и глава Интегры Ф.Любашевский. Компания сообщает, что занимается сокращением издержек, а также работает над поиском источников рефинансирования. В частности, речь идет о синдицированном кредите ЕБРР на 300 млн. долл., который группа надеется подписать в ближайшее время. Рублевый выпуск Интегры с погашением в марте 2009 г. торгуется около 75% от номинала.
- S&P снизило рейтинг брокера Ренессанс Капитал на 1 ступень до В+. У РенКапа есть только один выпуск облигаций – долларový RENOTE 09. Он чрезвычайно малоликвиден и поэтому вряд ли отреагирует на данные новости.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Закрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
|                          |          | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 2.60     | -0.08     | -1.15   | -1.43         |
| EMBI+ Spread, бп         | 729      | -4        | +137    | +490          |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 804      | -4        | +315    | +657          |
| Russia 30 Yield, %       | 11.14    | -0.02     | +2.07   | +5.63         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 7.93     | -0.17     | -0.56   | +1.46         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 584.2    | -18.3     | +32.9   | -304.3        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 381.6    | +9.3      | -59.2   | +266.9        |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | -466.8   | -         | -       | -             |
| MOSPRIME O/N RUB, %      | 9.67     | +1.00     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 31.86    | +0.25     | +1.16   | +2.13         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 47.4     | +5.0      | -8.3    | -46.5         |
| Индекс РТС               | 670      | +14       | -56     | -1621         |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *СЕНАТ США ОСТАНОВИЛ РОЖДЕСТВЕНСКОЕ РАЛЛИ*

Вчера верхняя палата **Конгресса США** отклонила план помощи американским автопроизводителям. Это повергло инвесторов в уныние. Индексы акций развернулись и решительно устремились вниз. Кроме того, в США вышли слабые данные по **безработице, торговому балансу и импортным ценам**.

Интересные события вчера происходили на валютном рынке: **доллар** терял позиции по отношению ко всем ключевым валютам, в связи с чем росли цены на *commodities* (цена на золото превысила цену на платину!). Впечатляющее ралли продемонстрировало **евро**. Насколько мы понимаем, основной причиной такой динамики стал отнюдь не провал пакета помощи автогигантам, а чрезвычайно низкая доходность **US Treasuries**, а также определенное насыщение долларами в **Европе и Emerging Markets**.

Как очередное напоминание о том, что ситуация в мировой экономике далека от нормальной, можно расценивать вчерашнее решение Центробанков **ЮАР, Швейцарии и Тайваня** снова снизить ключевые процентные ставки.

### *EMERGING MARKETS ВЧЕРА ПОКУПАЛИ; BUYBACK'И ОТ КАЗТРАНСГАЗА И ИНТЕРПАЙПА*

Торговля в облигациях **Emerging markets** вчера завершилась до поступления печальных известий из США. Спрэд **EMBI+** сузился еще на 46п до 729бп. Цена российского суверенного выпуска **RUSSIA 30** (YTM 11.14%) почти не изменилась (82пп). Инвесторы продолжают активно покупать корпоративные выпуски, некоторые из которых (**RASPAD 12, LUKOIL 17, PETRRU 09**) выросли вчера на 2-3пп.

Параллельно увеличивается активность эмитентов по выкупу собственных бумаг с рынка. Вчера казахстанская компания **Казтрансгаз** (Ваа1/BB/BB+) объявила о намерении выкупить свои евробонды с погашением в 2011 году на сумму до 100 млн. долл. Предложение может оказаться достаточно интересным для держателей, так как сейчас выпуск торгуется около 82-83пп, а максимальную цену выкупа **Казтрансгаз** установила на уровне 85пп. Также накануне украинская **Интерпайп** (B-/B) одновременно с объявлением о намерении изменить ковенанты предложила инвесторам рассмотреть возможность продать облигации заемщику (ориентир по цене – 47-55пп; рынок был виден ниже).

Вчера компания **Нутритек** не погасила свои еврооблигации на 50 млн. долл. К сожалению, дополнительных комментариев от компании не последовало.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### *ОБЪЕМ ОПЕРАЦИЙ РЕПО С ЦБ ВНЕЗАПНО ВЫРОС*

Главным событием вчерашнего дня стало, конечно же, расширение коридора колебаний бивалютной корзины на очередные 30 копеек. Насколько мы понимаем, большинство участников рынка решили воспользоваться этим решением регулятора, чтобы зафиксировать прибыль по ранее занятым длинным позициям в валюте. Это тем более выглядело логичным на фоне ралли евро на **FOREX**. Стоимость корзины вчера не доходила до нового «оффера» **ЦБ** (31.90). В связи с этим можно предположить, что регулятор не участвовал в валютных торгах.

Вместе с тем, объем операций **прямого репо** вчера увеличился на 108.5 млрд. рублей (!) до 317 млрд. рублей, что несколько «озадачивает», ведь вроде бы особых проблем с рублевой ликвидностью банки сейчас не испытывают: остатки на счетах в **ЦБ** сегодня утром составили порядка 965 млрд. рублей; ставки **overnight** – не выше 8%; даже на аукционе **ОБР** был спрос, хоть и мизерный. Возможно, речь идет о временном дефиците ликвидности у 1-2 крупных банков, которые решили не «давить» на денежный рынок.

Интерес к вчерашним депозитным аукционам **Госкорпорации ЖКХ** традиционно был достаточно высоким, благодаря чему был размещен весь заявленный объем (24 млрд. рублей). Кстати, **Агентство по страхованию вкладов** намеревается аллокировать часть предоставленных ей госсредств (200 млрд. рублей) на банковских депозитах и в коротких банковских облигациях.

### *ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: МИГ, ЕВРОКОММЕРЦ*

Рублевый долговой рынок по-прежнему не может похвастаться высокой активностью торгов, однако цены на наиболее ликвидные выпуски продолжают расти. Сохраняется спрос на банковские облигации; кроме того, вчера мы также видели интерес к «энергетическим» бумагам **ТГК-10-1** (УТР 21.42%, +38бп) и **ТГК-10-2** (УТР 22.02%, +176п).

Традиционно не обошлось вчера без негативных новостей, главной из которых, было, конечно же, известие о техдефолте **МиГа** (см. специальный комментарий ниже). Кроме того, компания **ТОАП** не справилась с выплатой купона. Помимо этого, мы обратили внимание, что уже несколько дней подряд стремительно снижаются котировки облигаций **ФК Еврокоммерц**. Наше мнение о компании можно посмотреть, например, в Комментарий от 25 августа. Напомним, что тогда нас несколько смутила отчетность компании за 1-е полугодие, поэтому мы начали воздерживаться от каких-либо рекомендаций по бумагам **Еврокоммерца**.

Судьба размещения облигаций **Московской области** на 33 млрд. рублей, которое должно было состояться вчера, пока остается неизвестной.

## Дефолт МиГа (NR) – очень тревожный сигнал

*Аналитики: Михаил Галкин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com*

Еще несколько месяцев назад такое развитие событий казалось невероятным. Но, как справедливо отметил г-н Талев в своем бестселлере про «черного лебедя» (Black Swan: The Impact of the Highly Improbable), мы недооцениваем вероятность и разрушительный эффект маловероятных событий, а история – плохой советчик при прогнозировании будущего.

Итак, что произошло? Корпорация МиГ вчера не смогла исполнить оферту по 2-му выпуску облигаций объемом 3 млрд. руб. Похоже, что в условиях крайней ограниченности ресурсов лимиты традиционного канала поддержки – госбанков – достигли своих пределов, и теперь компании требуется прямая помощь государства в форме инъекции капитала или госгарантий по займам.

Насколько мы понимаем, правительство это осознает (см. комментарии замминистра финансов А.Силуанова на этой неделе) и намерено оказать финансовую поддержку компании. Т.е., похоже, что в данном случае речь все-таки не будет идти о сценарии ЭйрЮнион. Однако техническое исполнение «прямой помощи» (допэмиссия и/или госгарантии) потребует какого-то количества времени. По нашим оценкам – несколько недель.

Мы полагаем, что технический дефолт МиГа наверняка спровоцирует продажи в облигациях других компаний с похожим кредитным профилем (предприятия оборонного машиностроения с высокой долговой нагрузкой), в т.ч. в выпусках Иркутта, ОАК (CLN UNTAIR), ГСС, Моторостроителя и т.п.

## ДИКСИ (NR): по итогам 3-го квартала долговая нагрузка вновь чуть выросла

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

Розничная сеть ДИКСИ (NR) вчера опубликовала результаты за январь-сентябрь 2008 г. по МСФО, а также провела телефонную конференцию для аналитиков, в ходе которой были озвучены прогнозы некоторых финансовых показателей на весь 2008 г., а также планы на 2009 г.

Мы отметили некоторое снижение операционной рентабельности в третьем квартале, что в сочетании с увеличением объема долга привело к росту долговой нагрузки ДИКСИ по итогам отчетного периода (см. Таблицу ниже). Однако в целом мы спокойны за кредитный профиль сети – это федеральный продуктовый ритейлер, который в силу своей социально-экономической значимости может рассчитывать на поддержку в форме кредитов госбанков. Кроме того, ДИКСИ эксплуатирует весьма перспективный в период ослабления экономической активности формат дискаунтера. Еще одно преимущество профиля компании – низкая доля краткосрочного долга.

В отчетном периоде выручка компании возросла до 1.4 млрд. долл. (+45.5%), рост продаж в рублевом выражении составил 35%. Эффект масштаба, а также совершенствование системы логистики (порядка 70% закупок компания осуществляет через свои распределительные центры) и улучшения в области ассортимента позитивно сказались на валовой рентабельности: по итогам 9-ти месяцев валовая маржа увеличилась до 25% (+0.7 пп. к первому полугодю 2008г.). Вместе с тем, опережающий рост коммерческих и административных расходов обусловил снижение рентабельности по EBITDA до 5.1% (против 5.4% в первом полугодии).

Невзирая на рыночную конъюнктуру, инвестиционная программа компании изменений не претерпела. Всего с начала года ДИКСИ открыла 79 магазинов, доведя их общее количество до 463. Компания планировала открыть 100 магазинов в этом году, и менеджмент подтвердил, что план будет выполнен. Инвестпрограмма на 2008 г. составит порядка 170 млн. долл. (затраты по итогам 9-ти месяцев достигли 118 млн. долл.).

Финансирование экспансии за счет долгового капитала привело к увеличению объема долга компании, что в сочетании с некоторым сокращением денежного потока в третьем квартале обусловило рост долговой нагрузки ДИКСИ по итогам 9-ти месяцев. Соотношение Долг/ЕБИТДА превышает 3.0x (в рублевом выражении этот коэффициент составляет 3.4x).

Вместе с тем, мы обращаем внимание на то, что основу долгового портфеля компании составляют долгосрочные займы и кредиты (84%). Это важная позитивная характеристика в текущих условиях повышенных системных рисков рефинансирования. В ходе вчерашней конференции было отмечено, что компания будет стремиться поддерживать соотношение Долг/ЕБИТДА на уровне не выше 3.5x (ранее ориентир был более консервативным – 3x). Кроме того, менеджмент сообщил, что в настоящий момент ведутся переговоры с госбанками (ВТБ и Сбербанком) о предоставлении заемного финансирования в рамках программы господдержки.

Среди позитивных кредитных событий мы можем отметить недавнее размещение допэмиссии акций, в ходе которого ДИКСИ привлекла в капитал порядка 52 млн. долл. В текущих условиях это, безусловно, важная позитивная сделка с кредитной точки зрения.

По итогам 2008 г. Дикси планирует получить выручку на уровне 2 млрд. долл., что, учитывая результат за январь-сентябрь, кажется нам реалистичным. По итогам года мы не ожидаем существенного увеличения долговой нагрузки компании.

В отношении прогнозов на 2009 г. компания сообщила, что рассчитывает увеличить выручку на 70% и достичь валовой рентабельности и рентабельности по ЕБИТДА на уровне 25.5% и 5.9% соответственно. Вместе с тем было отмечено, что прогноз будет уточняться и более достоверные данные появятся по прошествии 1-го квартала 2009 г. Совсем недавно в прессе прошло сообщение о том, что ДИКСИ сокращает инвестпрограмму на 2009 г. до 2.5 млрд. руб., что почти вдвое ниже уровня 2008 г. В нынешних условиях это, безусловно, достаточно разумный шаг.

Вместе с тем, в текущей рыночной конъюнктуре мы не видим потенциала для опережающего роста котировок длинного рублевого выпуска ДИКСИ-1 (около 53.2% УТМ) из-за ожиданий ослабления рубля и низкого аппетита инвесторов к выпускам длиной более 6-9 месяцев.

#### Ключевые финансовые показатели Группы ДИКСИ, МСФО

| млн. долл.                          | 2006 г. | 9 месяцев 2007 г. | 2007 г. | 1-е полугодие 2008 г. | 9 месяцев 2008 г. |
|-------------------------------------|---------|-------------------|---------|-----------------------|-------------------|
| Выручка                             | 1 009.2 | 989.0             | 1 443.3 | 964.4                 | 1 438.7           |
| Валовая прибыль                     | 210.7   | 233.4             | 349.0   | 234.8                 | 359.0             |
| ЕБИТДА                              | 44.7    | 32.6              | 71.8    | 52.0                  | 73.7              |
| Долг                                | 264.1   | n/a               | 220.1   | 273.8                 | 318.9             |
| Чистый долг                         | 217.0   | n/a               | 169.2   | 243.4                 | 302.8             |
| Собственный капитал                 | 64.5    | n/a               | 217.4   | 250.0                 | 216.3             |
| <b>Ключевые показатели</b>          |         |                   |         |                       |                   |
| Валовая рентабельность (%)          | 20.9%   |                   | 24.2%   | 24.3%                 | 25.0%             |
| Рентабельность ЕБИТДА (%)           | 4.4%    |                   | 5.0%    | 5.4%                  | 5.1%              |
| Долг/ ЕБИТДА annualized (x)         | 5.9     | n/a               | 3.06    | 2.6                   | 3.2               |
| Чистый долг/ ЕБИТДА annualized (x)  | 4.9     | n/a               | 2.4     | 2.3                   | 3.1               |
| Чистый долг/Собственный капитал (x) | 3.4     | n/a               | 0.8     | 1.0                   | 1.4               |

Источник: данные компаний, 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 |
| 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.