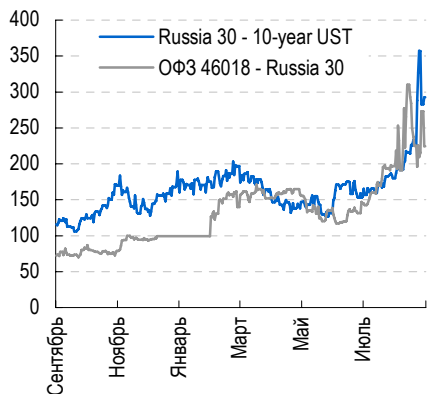
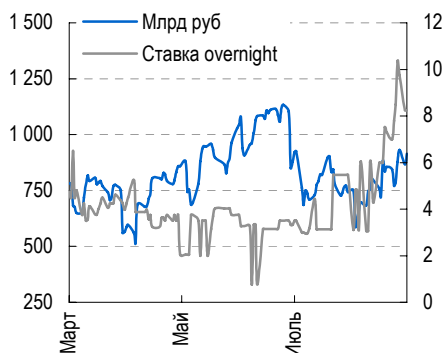


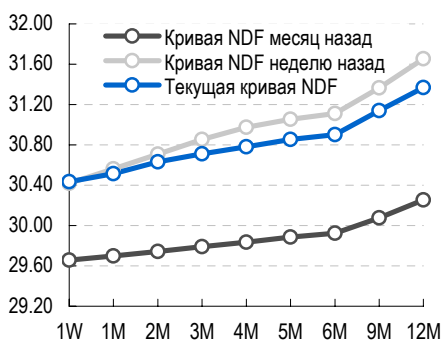
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

23 сен	Размещение руб. обл. ЭГИДА-1
24 сен	Статистика по втор. рынку жилья в США
24 сен	Размещение руб. обл. Желдорипотека-3
25 сен	Уплата акцизов, НДС
25 сен	Статистика по заказам на товары длит.польз.
26 сен	ВВП США за 2 кв. 2008г.
26 сен	Индекс потреб. доверия U.Michigan
29 сен	Уплата налога на прибыль

Рынок еврооблигаций

- Эйфория от «плана Полсона» прошла. Инвесторы в **US Treasuries** пребывают в недоумении. В **Emerging Markets** оптимизм быстро иссяк.
- О намерении **УРСА Банка** выкупить часть выпуска **URSAP 2009** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Минфин предложил платить НДС в рассрочку.
- На вторичном рынке облигаций и денежном рынке без особых перемен. Рост цены на нефть должен помочь. Сегодня утром **рубль** укрепился (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **НПО Сатурн (NR)** не выполнило обязательства по выплате купона. Это неприятное событие может заставить инвесторов пересмотреть свой взгляд на сегмент оборонного машиностроения (стр. 3).
- **Группа ОНЭКСИМ** приобретает 50%-1 акцию брокера **Ренессанс Капитал (Ba3/BB-)** за 500 млн. долл. Об этом, а также о действии S&P в отношении рейтинга Ренессанс Капитала и нескольких российских банков – на стр. 4.
- На фоне кризиса ликвидности средние и мелкие продуктовые ритейлеры пытаются добиться увеличения отсрочки у поставщиков. Об этом сегодня пишет газета Коммерсантъ, приводя в качестве примера компании Самохвал, Виват и Мосмарт. Наш комментарий – на стр. 5.
- Концерн **Moet Hennessy Louis Vuitton (A-/BBB+)** договорился о покупке значительной доли **ОАО «Единая Европа – С.Б.»** (стр. 5).
- **Девелопер Макромир (NR)** планирует реализовать до 90% своего портфеля проектов. (Источник: РБК Daily). Очевидно, что продажа активов увеличит ликвидность баланса компании и укрепит ее кредитоспособность. Мы достаточно спокойны в отношении кредитного риска Макромира, т.к. его основатель А.Рогачев, предположительно, располагает значительным объемом свободных денежных средств после продажи сети Карусель. Облигации Макромира (14.5-17%) не отличаются высокой ликвидностью.
- **ЮТэйр (NR)** опубликовала нейтральные результаты за 2007 г. по МСФО. На наш взгляд, в текущей ситуации особенно настороженного отношения к авиакомпаниям ЮТэйр помогло бы официальное подтверждение слухов о том, что ее конечным бенефициаром является корпорация Сургутнефтегаз.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.84	+0.03	-0.03	-0.19
EMBI+ Spread, бп	348	-7	+47	+109
EMBI+ Russia Spread, бп	280	+5	+91	+133
Russia 30 Yield, %	6.76	+0.12	+1.09	+1.25
ОФЗ 46018 Yield, %	9.01	-0.36	+1.37	+2.54
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	840	+35.4	+190.8	-48.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	74.3	+12.4	-18.6	-40.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-318.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.42	-0.70	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.38	+0.04	+0.81	+0.65
Нефть (брент), USD/барр.	106.0	+6.4	-7.9	+12.1
Индекс РТС	1310	+14	-392	-981

Рынок еврооблигаций

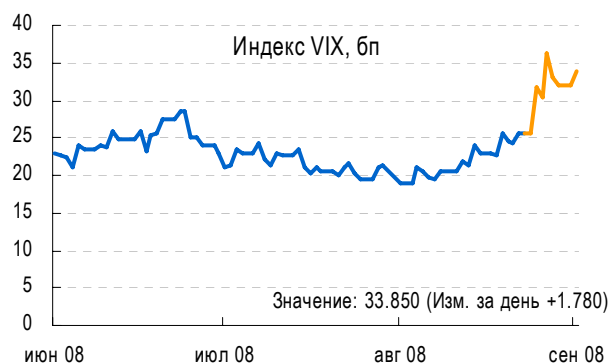
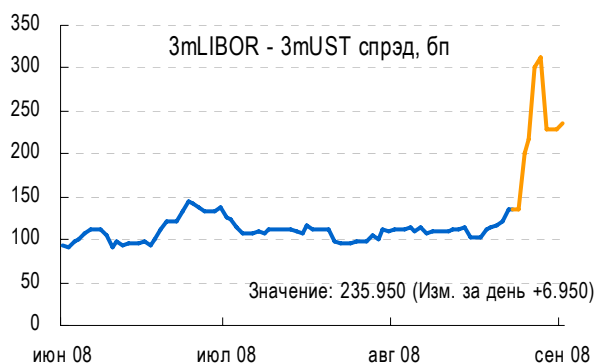
Аналитики: Максим Коровин, Денис Красильников, Михаил Галкин e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ЭЙФОРΙΑ ПРОШЛА

Похоже, отношение инвесторов к «**плану Полсона**» становится все более скептическим. Критики плана, чьи ряды ширятся, утверждают, что «шансы на его одобрение **Конгрессом** не очень велики», «в любом случае процесс будет идти очень медленно», «непонятно, как будут определяться цены выкупаемых активов», «что произойдет с долгом США и долларом» и т.д.

В итоге, несмотря на намерения нескольких крупных американских компаний провести *share buy-back*, американский рынок акций завершил день в отрицательной зоне (DJI -3.4%). В **US Treasuries** динамика была весьма неоднозначной: с одной стороны, доходность **10-летних нот** выросла до 3.84% (+36п), с другой же, по **2-летним нотам** доходность снизилась на 46п до 2.13%. На наш взгляд, это немного странно, учитывая, что на завтра намечен рекордный аукцион по **2-летним UST** на 34 млрд. долл.

Складывается впечатление, что инвесторы сейчас пребывают в некотором замешательстве: с одной стороны, значительный рост цен на нефть, ослабление доллара и прогнозируемое увеличение дефицита бюджета США не способствуют покупкам в **US Treasuries**. С другой, **UST** по-прежнему воспринимаются как «тихая гавань», а уровень глобального «аппетита к риску» сейчас очень низок, на что указывают все основные индикаторы и снижение индексов акций:



EMERGING MARKETS: ХОРОШЕГО МАЛО

Спред **EMBI+** вчера сузился до 3496п (-76п), однако ситуация на рынках **EM** остается напряженной. Так, CDS на казахстанских эмитентов расширились сейчас до рекордных значений: CDS **KazKomerzBank** (Ba1/BB/BB+) достигли уровня в 1200бп (+300-400бп за последние несколько недель). Возможно, это очередная спекулятивная атака хедж-фондов.

На рынке российских еврооблигаций также не заметно улучшения. Котировки российского бенчмарка **RUSSIA 30** (УТМ 6.76%) снизились до 104.5пп (-3/4пп), а спред к **UST** вырос на 106п до 2906п. В корпоративном сегменте активность по-прежнему невысока. Спрос, обозначившийся было в конце прошлой недели на некоторые бумаги, иссяк. Котировки большинства выпусков вновь начали медленно снижаться в условиях отсутствия покупателей, более-менее уверенно чувствуют себя лишь самые короткие выпуски.

УРСА БАНК ОБЪЯВИЛ О ВОЗМОЖНОМ ВЫКУПЕ ВЫПУСКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Вчера **УРСА Банк** (Ba3/-B+) предупредил инвесторов, что может досрочно выкупить часть выпуска еврооблигаций, погашаемого в мае 2009 года. Выкуп будет производиться как на рынке, так и в рамках частных сделок. Объем выпуска составляет 351 млн. долл. он торгуется сейчас около 95пп (17%). Конкретных объемов и цены выпуска банк не назвал. Насколько мы понимаем, в реальности это скорее попытка просигнализировать рынку, что с ликвидностью у банка все в порядке. Не факт, что будут выкуплены существенные объемы. Так или иначе, новость может оказать поддержку коротким еврооблигациям российских банков.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

МИНФИН ПРЕДЛАГАЕТ ПЛАТИТЬ НДС В РАССРОЧКУ

Вчера министр финансов РФ **А.Кудрин** сказал, что готовится законопроект, разрешающий с 1-го октября этого года перечислять в бюджет квартальный **НДС** с отсрочкой в три месяца. Эта мера призвана помочь предприятиям временно высвободить дополнительные оборотные средства, а банковской системе – избежать большого и единовременного оттока ликвидности. По сути, это возврат к прежней помесечной системе уплаты **НДС**, с той лишь разницей, что компании все равно будут готовить документы на поквартальной основе.

Мы, конечно же, позитивно оцениваем этот шаг, так как, по сути, это еще одна форма кредитования банковской системы со стороны государства. Причем, в отличие от депозитных аукционов и прямого репо, эта мера (по примеру снижения нормативов **ФОР**) окажет поддержку всем без исключения банкам, а не только топ-30. **Вопрос в том, насколько оперативно эта идея будет реализована.**

ВТОРИЧНЫЙ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНКИ: НАПРЯЖЕННОСТЬ СОХРАНЯЕТСЯ, НО НЕФТЬ ДОЛЖНА ПОМОЧЬ

На вчерашнем депозитном аукционе банки заняли у **Минфина** лишь 330.3 млрд. рублей из предложенных 600 млрд. рублей. Немного снизился объем операций **прямого репо** с **ЦБ**: вчера банки привлекли 153.5 млрд. рублей против 165.6 млрд. рублей в пятницу. На этом фоне может сложиться превратное впечатление о том, что спрос на рублевые ресурсы уменьшается. На самом деле, те банки, которые сохраняют неисчерпанные «лимиты» в **Минфине** и **ЦБ**, уже утопили свой голод, и наоборот. Рынок **МБК** по-прежнему функционирует очень слабо.

На валютном рынке стоимость бивалютной корзины вновь вернулась к отметке 30.40 рублей, причем, по оценкам наших дилеров, **ЦБ** вчера снова был вынужден продавать валюту в объеме около 850 млн. долл. Однако есть и позитивные для рубля факторы: на фоне сдающего свои позиции доллара цены на нефть вновь пошли вверх. Именно растущая цена на нефть может вернуть в Россию финансовых инвесторов и приостановить отток капитала. Сегодня утром, кстати, рубль укрепился к корзине почти на 10 коп.

Сказать что-нибудь новое и ободряющее относительно динамики долгового рынка не представляется возможным. Котировки рублевых облигаций по-прежнему снижаются на фоне практически полного отсутствия покупателей. Вчера мы видели спрос на отдельные выпуски, цена которых существенно просела за последние дни (например, **Седьмой континент-2**), однако общую картину это не изменило.

Мы бы хотели обратить внимание еще на несколько выпусков, цена которых, на наш взгляд, сейчас не совсем адекватна их риску: это **Объединенный кондитеры-2** (УТР 30.15%) и входящие в Ломбардный список **ЦБ** облигации **МКБ-4** (УТР 35.11%); кроме того, интересно смотрятся выпуски «дочек» **Московской области**. Именно сегмент государственных и муниципальных финансов сейчас может являться одним из «островков стабильности» и низких рисков рефинансирования.

НПО Сатурн (NR) не выполнило обязательства по выплате купона

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

Об этом вчера вечером сообщило агентство Интерфакс. Сам эмитент объяснил, что «обязательство не было исполнено в связи с техническим сбоем в перечислении выручки крупным контрагентом». НПО Сатурн гарантирует исполнение обязательств не позднее конца этой недели.

На наш взгляд, объяснение дефолта «техническим сбоем в перечислении выручки» вряд ли успокоит кредиторов. Очевидно, что в текущей ситуации инвесторы ожидают от заемщиков чрезвычайно дисциплинированного управления ликвидностью. Отсутствие у компании средств даже на выплату купона

может по-настоящему испугать держателей облигаций НПО Сатурн, а также выпусков других представителей российского оборонного машиностроения.

Большинство инвесторов понимают, что самостоятельные кредитные характеристики таких компаний выглядят очень слабо (крепкий рубль и инвестиции в основной и оборотный капитал привели к резкому падению маржи и росту долговой нагрузки). Вместе с тем, многие были уверены в том, что производители стратегически важного оборудования сохраняют «привилегированный» доступ к фондированию в государственных банках.

Здесь, конечно же, можно вспомнить о том, что НПО Сатурн и КМПО пока не контролируются государством. Более того, частные акционеры/менеджмент этих компаний сопротивлялись плану консолидации, который реализовывала государственная группа Рособоронэкспорт/Оборонпром. Исходя из этого, можно предположить, что оборонные компании, ключевым собственником которых является государство (ОАК, МиГ, Сухой, Иркут, ПМЗ, Моторостроитель, проч.) в текущий момент с большей вероятностью могут рассчитывать на финансовую поддержку в госбанках.

Насколько верны все эти рассуждения, мы сможем проверить уже в ближайшие месяцы, когда наступят сроки оферт по облигациям многих из перечисленных компаний. Мы очень надеемся, что даже в случае НПО Сатурн все не так плохо, и компания восстановит доверие кредиторов, которое сейчас как никогда легко потерять.

ОНЭКСИМ приобретает 50%-1 акцию брокера Ренессанс Капитал (Ва3/ВВ-)

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

Как сообщается, сделка будет структурирована как приобретение акций допэмиссии, т.е. фактически произойдет увеличение капитала брокера. Кроме того, ОНЭКСИМ предоставит Ренессанс Капиталу крупные кредитные линии, необходимые для «обеспечения инвестбанку конкурентоспособности на рынке».

Насколько мы понимаем, атака на бизнес-модель инвестброкеров в США (чрезвычайно высокий левверидж, зависимость от фондирования на рынках капитала и МБК, высокий аппетит к риску, низкий уровень регулирования) сыграла «против» фундаментально вполне «здорового» российского инвестбанка. Как это часто бывает, инвесторы просто не делают различий между «здоровыми» и «больными», сокращая объемы бизнеса со всеми «подозреваемыми».

Так или иначе, появление среди акционеров ОНЭКСИМа – одной из немногих действительно богатых ликвидностью российских инвестиционных групп (перед кризисом ОНЭКСИМ продал РУСАЛу долю в Норникеле за деньги и акции) – наверняка восстановит доверие к Ренессанс Капиталу.

На наш взгляд, новость позитивна как для держателей еврооблигаций брокера RENOTE 09 (11%), так и для инвесторов в облигации коммерческого Банка Ренессанс Капитал (B1/NR/B-, УТР 18-19%), фокусирующегося на потребкредитовании. На наш взгляд, из репутационных соображений (общий акционер, бренд) вероятность получения банком поддержки от аффилированного брокера чрезвычайно высока.

На этом фоне излишне консервативным кажется решение S&P поместить рейтинг Ренессанс Капитала (брокера) в список на возможное понижение. Насколько мы понимаем, после быстрого анализа агентство подтвердит рейтинг РенКапа. А вот вчерашнее решение S&P изменить прогноз по рейтингам 7-ми российских банков (Союз, Петрокоммерц, Русфинанс, Транскредитбанк, НФК, Росбанк, Сургутнефтегазбанк) с «Позитивного» на «Стабильный» кажется нам вполне разумным. В текущей ситуации ожидать повышения рейтингов было бы странно.

Ритейлеры пытаются добиться от поставщиков увеличения отсрочек

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

На фоне кризиса ликвидности средние и мелкие продуктовые ритейлеры пытаются добиться увеличения отсрочек платежей у поставщиков. Об этом сегодня пишет газета Коммерсантъ, приводя в качестве примера компании Самохвал (УТР 20%), Виват (УТР 100+%) и Мосмарт (УТР 73%).

По нашему мнению, наращивание «кредиторки» – вполне разумный способ попытаться получить дополнительное финансирование. У сетей действительно довольно неплохая переговорная позиция, ведь они являются последним звеном в цепочке доступа к конечному потребителю. Вопрос только в том, насколько поставщики готовы пойти навстречу ритейлерам. Часть поставщиков может просто предпочесть потерять клиентов и прекратить поставки, что приведет к ухудшению операционных и финансовых результатов сетей.

Еще один вывод, который можно сделать из публикации – это высокая вероятность роста дебиторской задолженности и ухудшения кредитного профиля у производителей и импортеров продуктов питания.

LVMH (A-/NR/BBB+), возможно, приобретет долю в группе Единая Европа (NR)

Аналитик: Мария Радченко e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Концерн Moet Hennessy Louis Vuitton (A-/BBB+) договорился о покупке значительной доли (по данным Коммерсантъ, около 45%-50%) ОАО «Единая Европа – С.Б.», владельца парфюмерной сети Ile de Beaute. Об этом вчера сообщила газета Коммерсантъ со ссылкой на свои источники, близкие к руководству Единой Европы.

Ожидается, что сделка будет закрыта до конца года. Коммерсантъ сообщает, что часть средств уже, возможно, перечислена российскому акционеру Единой Европы.

Если сделка получит официальное подтверждение, это, безусловно, окажет поддержку выпуску облигаций Единая Европа-1 (31.7%), оферта по которому наступает уже в середине октября 2008 г.



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		

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