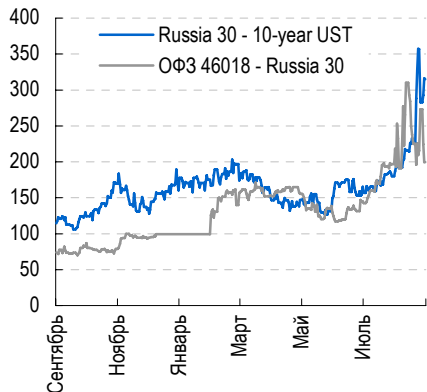
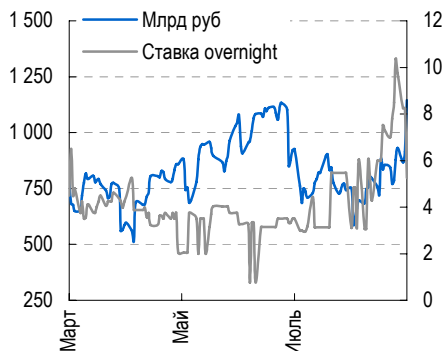


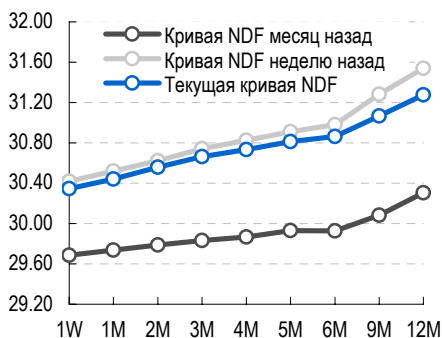
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

| | |
|--------|---|
| 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 |
| 29 сен | Индекс PCE Core за август |

Рынок еврооблигаций

- Тяжелое обсуждение «плана Полсона» в Конгрессе сегодня продолжится.
- **Баффет** поддержал **Goldman**, а эта новость поддержала рынок (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- На денежном рынке появились очевидные признаки улучшения, но расслабляться рано
- В облигациях все больше покупателей. «Buy-back» от КМБ-Банка (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Сеть Холидей (NR) отчиталась о результатах за 1-е полугодие (стр. 4).
- ВЭБ покупает Связь-банк; судьба КИТа пока не решена (стр. 4).
- Fitch оставило рейтинг Сибура в списке на возможное понижение; состав акционеров компании претерпел номинальные изменения (стр. 5)
- Распадская (ВаЗ/В+): отличные итоги 1-го полугодия (стр. 5).
- Fitch вслед за S&P изменило прогноз рейтинга компании Ренессанс Капитал (BB-) на «Негативный». На наш взгляд, это еще один пример чрезмерной осторожности рейтинговых агентств. Мы уверены, что рейтинги Ренессанс Капитала в конце концов будут подтверждены. Увеличение капитала на 500 млн. долл. и получение доступа к ликвидности группы ОНЭКСИМ обеспечат высокую устойчивость инвесткомпания. На наш взгляд, кредитный риск по облигациям RENOTE 09 и выпускам аффилированного коммерческого банка РенКап (20%) вполне приемлем.
- ТКС Банк (NR) официально заверил инвесторов в готовности исполнить обязательства по оферте. (Источник: Интерфакс). Мы склонны верить заявлению ТКС. Летом этот небольшой банк привлек в капитал еще 30 млн. долл., а также разместил 3-летние ноты на 70 млн. долл. Кроме того, ссудный портфель банка имеет короткую структуру. Последние котировки облигаций ТКС были видны на уровне 98% от номинала (52% к оферте в октябре).
- Moody's изменило с «Позитивного» на «Стабильный» прогнозы рейтингов 12-ти российских банков. На наш взгляд, это адекватное действие, т.к. ожидать повышения банковских рейтингов в текущей конъюнктуре было бы странно.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

| | Закрытие | Изменение | | |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
| | | 1 день | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, % | 3.80 | -0.04 | -0.07 | -0.23 |
| EMBI+ Spread, бп | 364 | +16 | +63 | +125 |
| EMBI+ Russia Spread, бп | 300 | +20 | +111 | +153 |
| Russia 30 Yield, % | 6.97 | +0.21 | +1.30 | +1.46 |
| ОФЗ 46018 Yield, % | 8.96 | -0.05 | +1.32 | +2.49 |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 828.1 | -11.9 | +157.6 | -60.4 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 317.2 | +242.9 | +236.7 | +202.5 |
| Сальдо ЦБ, млрд руб. | -72.3 | - | - | - |
| MOSPRIME O/N RUB, % | 5.79 | -1.63 | - | - |
| RUR/Бивалютная корзина | 30.35 | -0.03 | +0.74 | +0.62 |
| Нефть (брент), USD/барр. | 103.1 | -2.9 | -10.8 | +9.2 |
| Индекс РТС | 1272 | -38 | -430 | -1019 |

Рынок еврооблигаций

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

ТЯЖЕЛОЕ ОБСУЖДЕНИЕ «ПЛАНА ПОЛСОНА» В КОНГРЕССЕ

Все внимание инвесторов в последнее время по понятным причинам приковано к действиям и высказываниям высокопоставленных лиц **США**. Вчера автор беспрецедентного плана по «спасению мира» **Г.Полсон**, а также глава **ФРС Б.Бернанке** защищали перед **Конгрессом** этот самый план. По мнению г-на **Бернанке**, без быстрого принятия экстренных мер, ситуация на рынках будет только ухудшаться, что самым пагубным образом отразится на всей экономике страны. За немедленное утверждение законопроекта высказался вчера и президент **США Дж. Буш** во время своего выступления в **Генеральной Ассамблее ООН**.

В том, что быстрые действия регуляторов необходимы, убеждено все экспертное сообщество, однако, похоже, нет консенсуса, какие именно нужны меры и в каком виде. Многие сенаторы сомневаются в том, что план будет эффективен именно в представленном на рассмотрение **Конгресса** варианте. В частности, многих пугает внушительный объем средств, необходимых для выкупа «плохих» активов финансовых компаний, а также то, что за все это придется расплачиваться бюджету (т.е. налогоплательщикам).

Как мы уже писали, число скептиков по поводу того, что «**план Полсона**» решит проблемы в экономике **США**, все ширится. Затягивание обсуждения законопроекта только подливает «масла в огонь». Вчера индексы акций вновь оказались в отрицательной зоне (**DJI** -1.5%). Примечательно, что «хуже рынка» смотрелись акции компаний реального сектора экономики, а не финансовых институтов. На этом фоне доходности **US Treasuries** вдоль всей кривой снизились примерно на 4-6бп: **10-летние ноты** завершили день на отметке 3.80% (-4бп).

Интересно отметить, что в ленте Bloomberg появились высказывания управляющих крупными азиатскими фондами, которые высказали опасения по поводу надежности **US Treasuries** на фоне перспектив роста долга **США**. В общем, ясно только одно – волатильность в **UST** в ближайшее время никуда не исчезнет.

БАФФЕТ ПОДДЕРЖАЛ GOLDMAN'А, А ВМЕСТЕ С НИМ И ВСЬ РЫНОК

Сегодня рано утром стало известно о том, что «финансовый гуру» **Уоррен Баффет** и его инвестиционная компания **Berkshire Hathaway** инвестируют 5 млрд. долл. в привилегированные акции **Goldman Sachs**. Это уже оказало поддержку индексам акций в Азии и, возможно, повысит глобальный аппетит к риску в ходе сегодняшних торгов.

В **Конгрессе США** сегодня продолжатся слушания по поводу «**плана Полсона**». Также будет проведен аукцион по 2-летним нотам, объем которого составит 34 млрд. долл.

EMERGING MARKETS

На фоне нерешительности властей **США**, в сегменте **Emerging Markets** вчера возобновился процесс «бегства в качество». Спрэд **EMBI+** расширился на 16бп до 364бп.

Российский рынок еврооблигаций не стал исключением. Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 6.97%) опустились до 103 1/4пп (-1.25пп), а спрэд к **UST** расширился до 320бп (+30бп). В корпоративном сегменте котировки большинства выпусков вновь пошли вниз, не встречая сколько-нибудь серьезного сопротивления: в плане «бидов» экраны брокеров пустуют. Если сегодня новость о **Goldman'e** сможет удержать глобальные индексы акций в позитивной территории, то и сегмент российских облигаций наверняка ждет небольшая поддержка.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: СВЕТ В КОНЦЕ ТОННЕЛЯ

Наконец-то, похоже, появились первые признаки «улучшения погоды». Во-первых, второй день подряд снижаются ставки **overnight**. Причем, что самое важное, что стоимость привлечения рублевых средств снизилась и для банков 2-го круга (сейчас около 8% против порядка 15% на прошлой неделе). По слухам, основная заслуга в этом принадлежит крупнейшим госбанкам во главе с **Банком Развития** (ВЭБ), активизировавшимся на рынке МБК.

Во-вторых, курс рубля вчера укрепился относительно бивалютной корзины примерно на 7-10 копеек до 30.30-30.33 рублей. Произошло это, скорее всего, по причине сильного падения доллара относительно основных мировых валют (экспортеры стараются быстрее избавиться от валютной выручки) и возобновившегося роста цен на нефть. Как бы то ни было, важно, что **ЦБ** вчера валюту не продавал.

Наконец, существенно снизился объем операций **прямого репо** с ЦБ, составивший по итогам вторника 78 млрд. рублей (-87.6 млрд. рублей). А на депозитном аукционе **Минфина** банки привлекли лишь 41.3 млрд. рублей при лимите в 200 млрд. рублей.

Вместе с тем, мы бы вновь хотели предостеречь инвесторов от чрезмерного оптимизма: несмотря на позитивные сигналы, было бы большой ошибкой утверждать, что уровень доверия в банковской системе восстановился. Кроме того, не стоит забывать о налоговых выплатах в этом месяце, а также о неопределенности с октябрьским **НДС** (идея г-на **Кудрина** об отсрочке еще должна быть одобрена).

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ЕСТЬ ПРИЗНАКИ УЛУЧШЕНИЯ

Торговая активность во вторник была довольно низкой. В целом, похоже, благодаря снижению напряженности на денежном рынке, давление со стороны продавцов ослабло. Долговой рынок остается в значительной степени дезориентированным. Вчера было немало примеров падения котировок облигаций на несколько процентных пунктов (например, цена выпуска **Салаватнефтеоргсинтез-2** (УТМ 28.10%) упала примерно на бпп). Однако все чаще появляется осторожный спрос, в основном в сравнительно коротких выпусках качественных эмитентов, входящих или претендующих на включение в **Ломбардный список**: **ВТБ-Лизинг-1** (УТР 12.54%, +37бп), **ФСК-3** (УТМ 7.41%, +50бп), **Вымпелком-1** (УТР 13.72%, +70бп) и др.

BUY-BACK ОТ КМБ-БАНКА

КМБ-Банк выступил с инициативой провести выкуп собственных облигаций на 3.4 млрд. рублей по цене 98% от номинала, так как, получая фондирование от материнской группы **Intesa**, не испытывает затруднений в финансовом плане. Решение КМБ-Банка вряд ли окажет сколько-нибудь заметное влияние на «широкий рынок», так как бумаги были размещены среди ограниченного круга инвесторов. Да и предложенную цену нельзя назвать привлекательной: за все время обращения выпуска **КМБ-Банк-1** лишь единичное число сделок было заключено по цене ниже 99пп, кроме того, в начале декабря этого года по облигациям будет оферта. Так или иначе, это позитивный сигнал рынку.

АСВ СНИЖАЕТ РАЗМЕР СТРАХОВЫХ ВЗНОСОВ

Как стало известно вчера, **Агентство по страхованию вкладов** приняло решение снизить ставку страховых взносов с 0.13% до 0.10% от расчетной базы. Это позволит банкам, привлекающим депозиты физлиц, высвободить ликвидность в объеме 0.03% от совокупного объема таких депозитов. Несущественно, но приятно.

Холидей(NR): нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008 г.

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

Сибирская продуктовая сеть Холидей сегодня распространила свою управленческую отчетность по итогам 1-го полугодия 2008 г.

После ряда M&A сделок во второй половине 2007 г. сеть Холидей стала крупнейшим продуктовым ритейлером в Сибирском регионе. Отсутствие pro-forma отчетности за 1-е полугодие 2007 г. затрудняет сравнение, однако и на основе имеющихся данных можно увидеть, что рост масштабов сети позитивно сказывается на ее эффективности – рентабельность EBITDA увеличилась до 7.1% по итогам 1-го полугодия 2008 г.

Безусловно, долговая нагрузка компании достаточно высока (4.6x в терминах «Чистый долг/EBITDA годовая»), однако наблюдается тенденция к ее снижению (см.Таблицу). В настоящий момент Холидей занят поиском стратегического инвестора, рассчитывая привлечь в капитал порядка 150 млн. долл. и снизить уровень долговой нагрузки.

Холидей сообщил, что будет готов к прохождению оферты по облигациям в следующем месяце и аккумулирует для этих целей необходимый объем средств. Очевидно, что кредитный риск по выпуску Холидея сейчас зависит от способности компании договориться с банками о рефинансировании, а также от успехов в поиске нового «стратега». Очевидно, что и то и другое в текущих условиях – дело очень непростое. Однако, на наш взгляд, у Холидея, в числе акционеров которого фигурирует фонд группы Ренова, больше шансов благополучно пережить кризис ликвидности по сравнению с основной массой розничных сетей 2-3 эшелонов.

Ключевые финансовые показатели группы «Холидей», управленческая отчетность

| млн. руб. | 2006 | 1П2007 | 2007 | 1П2008 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Выручка | 10 141 | 5 903 | 18 555 | 10 877 |
| EBITDA | 616 | 317 | 1 118 | 775 |
| Чистая прибыль | 79 | 31 | 146 | 117 |
| Долг | 3 466 | 3 042 | 7 338 | 7 796 |
| Чистый долг | 3 160 | 2 417 | 6 600 | 7 124 |
| Собственный капитал | 2 082 | 3 021 | 4 139 | 4 596 |
| Активы | 6 751 | 7 105 | 14 335 | 15 179 |
| Ключевые показатели | | | | |
| EBITDA margin (%) | 6.1% | 5.4% | 6.0% | 7.1% |
| Долг/ EBITDA annualized (x) | 5.6 | 4.8 | 6.6 | 5.0 |
| Чистый долг/ EBITDA annualized (x) | 5.1 | 3.8 | 5.9 | 4.6 |
| EBITDA/проценты | 2.2 | 1.8 | 1.9 | 1.8 |
| Долг/Собственный капитал (x) | 1.7 | 1.0 | 1.8 | 1.7 |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

ВЭБ приобретает Связь-банк; судьба КИТа пока не решена

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

Вчера ВЭБ (Банк Развития, Ваа1/BBB+) объявил о том, что согласовал с ЦБ сделку по приобретению Связь-банка (Саа2), у которого возникли затруднения в связи с кризисом ликвидности и падением котировок на финансовых рынках. На наш взгляд, на этом фоне короткие рублевые облигации Связь-банка, торгующиеся с доходностью 24% к оферте в апреле 2009 г. выглядят очень привлекательно. Насколько мы знаем от наших трейдеров, Связь-банк уже исполнил все свои обязательства на рынке МБК.

Еще один крупный банк, столкнувшийся с похожими проблемами – КИТ Финанс (Саа2) – пока не нашел покупателя. Как сообщает агентство Интерфакс, анонсированная ранее сделка по покупке банка входящей

в группу Газпром УК Лидер может и не состояться. Тем не менее, Газпромбанк уже предоставил КИТу кредитную линию на 22.5 млрд. руб. для выполнения КИТом всех текущих обязательств. На наш взгляд, в этой ситуации КИТ так или иначе будет «спасен» и перейдет под контроль той или иной структуры, связанной с Газпромбанком.

Мы полагаем, что абсолютное большинство крупнейших российских банков (топ-50) справятся с кризисом ликвидности самостоятельно или при помощи фондирования от ЦБ/Минфина/Госкорпораций. Даже если еще один или два крупных банка будут испытывать серьезные финансовые затруднения, мы считаем весьма вероятным повторение схемы «Гута-банка» или «Связь-банка».

Государство слишком сильно заинтересовано в сохранении стабильности банковской системы, т.к. ущерб от полномасштабного «кризиса доверия» может быть значительно больше, чем издержки на «спасение» банков. Возникающая при этом проблема *“moral hazard”* не совсем точно описана в сегодняшней заметке газеты Коммерсантъ. Проблема состоит не только и не столько в чрезмерно агрессивном поведении акционеров/менеджеров банков, сколько в поведении кредиторов (в т.ч. покупателей облигаций), которые уверены, что банки будут «спасены». Ведь, как правило, при «спасении» через национализацию акционеры остаются практически ни с чем, а вот требования кредиторов удовлетворяются полностью.

Сибур (Ba2/BB): мнение Fitch и номинальные изменения в составе акционеров

Аналитик: Ольга Николаева e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Вчера агентство Fitch решило оставить кредитный рейтинг СИБУРа (BB) в списке на пересмотр с «Негативным» прогнозом, несмотря на то, что сделка по выкупу компании менеджментом у Газпромбанка не состоялась.

Обеспокоенность агентства связана с неопределенностью относительно планов Сибура по финансированию программы капвложений, будущей дивидендной политики, а также стратегии в сфере слияний и поглощений. Вывести рейтинг компании из списка CreditWatch Fitch намерено в ноябре после встречи с руководством СИБУРа.

Насколько мы понимаем, Fitch хочет прояснить для себя два ключевых момента: 1) насколько агрессивными остались M&A-аппетиты Сибура (компания претендовала на Казаньоргсинтез и т.п.) и 2) насколько вероятен возврат к идее MBO. На наш взгляд, осторожность и консерватизм рейтингового агентства в данной ситуации выглядят вполне разумно.

Что же касается сообщения об изменениях в структуре акционеров СИБУРа, появившееся вчера в лентах информационных агентств (снижение доли Газпромбанка и появление в составе акционеров трех ООО), то, на наш взгляд, эта новость не должна вызывать беспокойства у кредиторов СИБУРа. Судя по сегодняшним публикациям в СМИ, фактическим бенефициаром компании остается Газпромбанк, а такая структура владения более удобна для банка с регулятивной точки зрения.

Распадская (Ba3/B+): прекрасные результаты за 1-е полугодие

Аналитик: Ольга Николаева e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Хорошая конъюнктура цен на коксующийся уголь в сочетании с ростом физических объемов добычи позволили компании увеличить выручку на 80% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (603 млн. долл.).

Распадская продолжает демонстрировать феноменальную рентабельность: показатель EBITDA margin достиг 72% (!) против 60% годом ранее. Рост операционного денежного потока с одной стороны, и сдержанная инвестиционная программа с другой позволили снизить долговую нагрузку до минимальных значений - 0.25x в терминах «Чистый Долг/ЕБИТДА».

Столь высокие показатели рентабельности угольных компаний вызвали летом повышенное внимание со стороны ФАС. Однако в отношении Распадской дополнительного развития история пока не получила.

На фоне недавнего снижения котировок в сегменте российских еврооблигаций доходность RASPAD 12 выросла до 12.95%. Тем не менее, мы нейтрально относимся к данному выпуску из-за его длинной дюрации. Похоже, что еще достаточно долгое время инвесторы будут сторониться длинных бумаг.



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