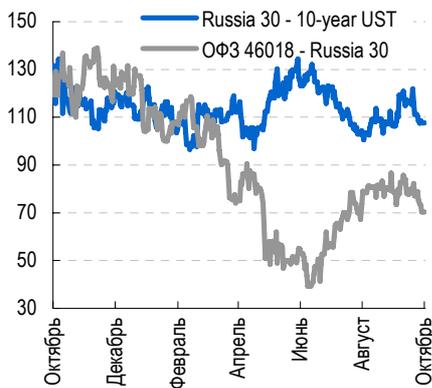
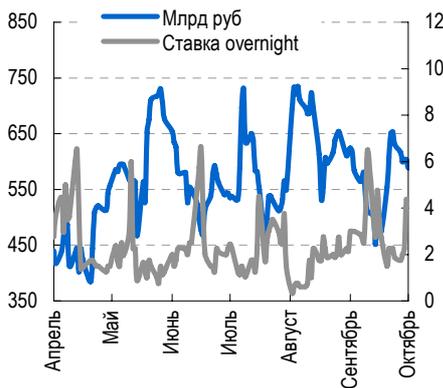


понедельник, 16 октября 2006 г.

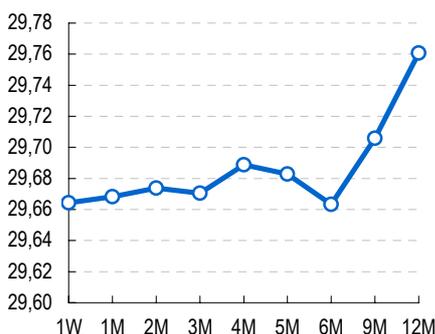
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



### NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро



### Календарь событий

Октябрь	Рoad-шоу ЕПК, КЗОС, Дон-Строй
Октябрь	Рoad-шоу Сбербанк, Газпром, Зенит,
Октябрь	Промсвязьбанк
13 октября	Размещение рубл. обл. Пенз. обл.
17 октября	Результаты Черкизово за 1П 06 г.
17 октября	Размещение рубл. обл. РУБИН
18 октября	Размещение ОФЗ 25059
18 октября	Размещение рубл. обл. ХКФБ
19 октября	Размещение рубл.обл. Единая Европа

### Рынок еврооблигаций

- Вышедшая в пятницу статистика была неоднозначной. По итогам для доходности UST выросли. Облигации EM сократили спрэд
- Котировки еврооблигации **Газпрома** «лениво» отреагировали на новости о рейтинге. Активность на вторичном рынке остается низкой, внимание концентрируется на новых выпусках (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций

- В пятницу котировки чуть подросли на невысокой активности. Покупки в **Газпромах** начались задолго до новости о рейтинге
- Ухудшение ситуации с ликвидностью может привести к неагрессивным продажам. На первичном рынке заметным событием станет доразмещение в среду **25059** (стр.2)

### Новости и идеи

- Ritzio (B2/B)** не планирует IPO, не нуждается в заимствованиях и сконцентрируется на развитии за пределами России, сообщил акционер компании. Мы полагаем, что перспективы введения ограничений на игровой бизнес с 2009 г. не оказывают сколько-нибудь значимого влияния на способность компании выполнить свои обязательства по короткому выпуску CLN. (стр.3)
- Пятерочка (B1/BB-)** приобрела сеть Меркадо за US\$200 млн. Мы полагаем, что угроза снижения рейтинга компании агентством S&P остается вполне реальной. (стр.4)
- Вкратце:** S&P последним из рейтинговых агентств перевело **Газпром** в инвестиционную категорию, повысив рейтинг с «BB+/Позитивный» до «BBB-/Стабильный».
- Вкратце:** «Ведомости» сообщают о резком снижении продаж и росте запасов машин у дилеров **АВТОВАЗа** (NR) в сентябре, после очередного повышения цен на модельный ряд. По нашему мнению, самостоятельные кредитные характеристики АВТОВАЗа продолжают ухудшаться в связи с укреплением рубля и ростом конкуренции. Ключевым позитивным фактором кредитного профиля компании остается господдержка.
- Вкратце:** Основной акционер **ТМК** (B1/B+WatchNeg) выкупил у миноритариев 33% акций за US\$1.3 млрд.
- Вкратце:** «Ведомости» сообщают, что Россия сохранила для Украины льготный тариф на газ, а также помогла в переговорах по цене на газ со среднеазиатскими странами, получив взамен возможность участвовать в приватизации промышленных предприятий Украины. На наш взгляд, это умеренно-позитивная новость для держателей украинского кредитного риска.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4,80	+0,03	+0,01	+0,41
EMBI+ Spread, бп	188	-3	-11	-57
EMBI+ Russia Spread, бп	106	-1	-4	-12
Russia 30 Yield, %	5,88	+0,02	+0,02	+0,33
ОФЗ 46018 Yield, %	6,58	-0,01	-0,06	-0,16
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	332,4	-22,8	-10,4	-157,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	222,5	-24,3	-33,5	+107,8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	54,8	-	-	-
Overnight RUR, %	4,375	+2,13	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29,69	0	+0,02	-1,18
Нефть (брент), USD/барр.	59,5	+0,8	-3,8	-1,8
Индекс РТС	1610	+29	+60	+488

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Статистика по экономике, вышедшая в прошедшую пятницу, оказалась не самой простой с точки зрения интерпретации. Данные по розничным продажам и импортным ценам указывали замедление как экономического роста, так и инфляции. Поэтому в первые минуты в US Treasuries начались агрессивные покупки, доходность начала снижаться.

Однако, затем произошел резкий разворот – инвесторы вгляделись в статистику и увидели, что без учета сегмента энергоресурсов и розничные продажи, и импортные цены в сентябре росли. В результате по итогам пятницы доходности UST выросли: доходность 10-летних бумаг достигла 4.80%, 2-летних – 4.86%.

Во вторник и в среду на этой неделе нас ожидает выход ключевых данных по инфляции – индекса цен производителей (PPI) и индекс потребительских цен (CPI). До их публикации, мы не ожидаем серьезных колебаний US Treasuries.

Облигации Emerging Markets в пятницу повторили движение вверх за UST в момент выхода статистики, а снижались гораздо менее охотно. В результате спрэд EMBI+ сократился на 3 бп до 188бп.

Russia 30 смотрится стабильнее своих коллег по EM (выпуск закрылся в пятницу чуть выше 111.00). Поддержку котировкам российских облигаций, на наш взгляд, окажет возобновившийся рост цен на нефть.

Основной новостью в корпоративном сегменте в пятницу стало повышение рейтинга Газпрому S&P до «BBB-». В отсутствие идей рынок попытался «отыграть» эту новость – биды в Gazprom 13 выросли на 1/4 до 117 3/4, в Gazprom 34 – на 1/8 до 123 1/2. Также наблюдался иностранный спрос в бумагах Megafon 09 и Evraz 15, а также новых SUEK 08 и CitiMos EUR 2016.

Мы полагаем, что внимание инвесторов по-прежнему будет концентрироваться на новых выпусках. Напомним, что в настоящий момент запущены и не закончены размещения еврооблигаций Казаньоргсинтеза, ЕПК (CLN), Дон-Строя (CLN), Промсвязьбанка (2 суборд. и обычные), Банка Зенит, Сбербанка и Газпрома. На наш взгляд, большим успехом будут пользоваться корпоративные выпуски. Это подтверждают результаты размещения НОМОС Банка и СУЭКа на прошлой неделе.

## Рынок рублевых облигаций

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

В пятницу рынок рублевых облигаций продемонстрировал небольшой рост котировок, активность была умеренной.

В сегменте ОФЗ на 5-10 выросли котировки выпусков 25057, 46017 и 46018. В корпоративном секторе росли котировки выпусков Газпрома (4-й и 6-й). Отметим, что устойчивый спрос в Газпромах появился еще утром, т.е. задолго до появления новостей о повышении рейтинга. Вслед за Газпромом чуть выросли котировки облигаций ФСК, РЖД, ГидроОГК, Москвы и Мособласти. Во втором эшелоне пользовался спросом выпуск Мечел-2. Котировки РуссНефть-1 чуть скорректировались по цене почти на 10бп после довольно агрессивного роста в течение недели.

На утро понедельника сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ уменьшилась на 33.3 млрд. рублей до 554.9 млрд. рублей. Сегодня компании уплачивают акцизы и ЕСН. Ставки по МБК подросли еще в пятницу, а сегодня, на наш взгляд, они могут достичь 4-4.5%. По нашему мнению, это может привести к неагрессивным продажам в рублевых облигациях. В случае, если на фоне крепкого доллара экспортеры продолжат придерживать продажу валютной выручки (на прошлой неделе ЦБ обошелся без интервенций), ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью может быть более драматичным.

Самым важным событием на первичном рынке на этой неделе станет намеченное на среду доразмещение выпуска ОФЗ 25059 в объеме 11 млрд. рублей.

## Акционер Ritzio (B2/B) прокомментировал планы компании

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

Ritzio (B2/B) не планирует IPO, не нуждается в заимствованиях и сконцентрируется на развитии за пределами России, сообщил акционер компании Б. Белоцерковский в интервью Интерфаксу. Насколько мы понимаем, Г-н Белоцерковский комментировал перспективы компании в свете внесенного на рассмотрение в Госдуму законопроекта, который предусматривает серьезные ограничения на игровой бизнес в России с 2009 г.

На наш взгляд, корректировка планов компании не оказывает сколь-нибудь значимого влияния на ее способность выполнить свои обязательства по короткому выпуску **CLN Ritzio 2007**.

Выручка компании по итогам 2005 г. составила почти USD700 млн., при этом рентабельность бизнеса по EBITDA превысила 45%, а соотношения «Чистый долг/EBITDA годовая» и «Чистый долг/Собственный капитал» находится на очень консервативном уровне – 0.4х и 0.3х соответственно (Источник: отчетность компании по МСФО).

На самом деле, намерение компании приостановить развитие бизнеса в России означает сокращение инвестиционных appetites, и, как следствие, вероятное сохранение долговой нагрузки на консервативном уровне. Поэтому мы полагаем, что финансовое положение Ritzio останется устойчивым в среднесрочной перспективе. Мы также обращаем внимание на то, что 9 октября рейтинговое агентство S&P подтвердило рейтинг Ritzio на уровне «B», приняв во внимание возможные законодательные изменения.

### Ключевые финансовые показатели Ritzio Entertainment Group

Млн. USD, МСФО	2004 г.	2005 г.	1 кв. 2006 г.
Выручка	324.4	696.7	215.9
EBITDA	161.6	323.3	83.5
Чистый долг	96.8	136.4	126.4
Собственный капитал включая долю меньшинства	267.0	356.9	389.1
<b>Ключевые показатели</b>			
EBITDA margin (%)	49.8%	46.4%	38.7%
Чистый долг/EBITDA годовая (x)	0.6	0.4	0.4
Чистый долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.4	0.3

*Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка*

В настоящее время выпуск **CLN Ritzio 2007** торгуется с доходностью около 9.0% к погашению в январе 2007 г., и, на наш, взгляд, не представляет спекулятивного интереса по причине короткой дюрации.

## Пятерочка (Ва3/ВВ-) приобрела сеть Меркадо за US\$200 млн.

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

В пятницу Пятерочка сообщила о том, что до конца 2006 г. закроет сделку по покупке 100% московской розничной сети Меркадо, состоящей из 16 магазинов. Площадь магазинов составляет 50 000 кв. м, из них 33 000 кв. м. находится в собственности Меркадо. За находящиеся в собственности магазины Пятерочка заплатит USD115 млн. Еще USD35 млн. – за дистрибуторский и офисный центр площадью 17 000 кв. м., оставшиеся USD50 млн. – собственно за бизнес. Насколько мы понимаем, последняя цифра включает принимаемый финансовый долг Меркадо.

В то время как для акционеров Пятерочки эта сделка выглядит достаточно удачной (так считают наши аналитики по акциям компаний потребительского сектора), для держателей облигаций Пятерочки это скорее умеренно-негативная новость, т.к., очевидно, транзакция будет финансироваться за счет увеличения объема долга.

Ключевые финансовые показатели Пятерочки (pro forma, полностью включает результаты Перекрестка)	
Млн. USD, МСФО	6 мес. 2006 г.
Выручка	1581
ЕБИТДА	149
Чистая прибыль	62
Финансовый долг	824
Чистый долг	776
Собственный капитал	2843
Активы	4148
<b>Ключевые показатели</b>	
ЕБИТДА margin (%)	9.4%
ЕБИТДА/проценты (x)	5.5
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	2.8
Финансовый долг/Собственный капитал	0.3

*Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка*

В связи с этим мы полагаем, что у Пятерочки все меньше шансов на сохранение рейтинга «ВВ-». Напомним, что после сделки по поглощению Перекрестка и резкого роста долговой нагрузки S&P оставило рейтинг Пятерочки неизменным. В комментариях рейтингового агентства указано, что рейтинг будет снижен в случае, если компания не снизит долговую нагрузку. Учитывая достаточно амбициозные планы компании по росту и увеличению числа магазинов сети (план на 2006 г. – увеличение торговых площадей на 120,000 кв. м., на сегодня прирост составил около 100,000 кв.м.) , ожидать смены инвестиционной политики на умеренно-консервативную, на наш взгляд, не стоит.

По этой причине мы не считаем привлекательными облигации Пятерочки (Пятерочка-2 УТМ 8.32%). На наш взгляд, более интересны выпуски продуктовых ритейлеров 2-3 эшелонов с умеренной или даже умеренно-высокой долговой нагрузкой (Долг/ЕБИТДА в пределах 6.0x), такие как Монетка (УТР 11.10%), АЛПИ (УТР 11.17%), Виктория (УТР 10.50%). Мы ожидаем постепенного укрепления кредитного профиля таких компаний по мере их роста и улучшения прозрачности. В случае возникновения у них финансовых затруднений, по нашему мнению, такие компании будут тут же приобретены лидерами, т.к. погоня за ростом и долей рынка продолжается, а ценники в отрасли достаточно высоки (8-10x ЕБИТДА за мелкие и средние компании продуктовой розницы).



Финансовая группа МДМ  
Инвестиционный департамент  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

### Управляющий директор, Начальник Управления 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
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Таведжиа Коррадо	

#### 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

#### Соуправляющий департамента аналитики

#### Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

#### Соуправляющий департамента аналитики

#### Ким Искян

Kim.Iskryan@mdmbank.com

#### Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbanl.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

#### Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

#### Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
-----------------	-----------------------------

#### Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

#### Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
----------------	-----------------------------

#### Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@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.

© 2006, 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, опубликовывать, 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.