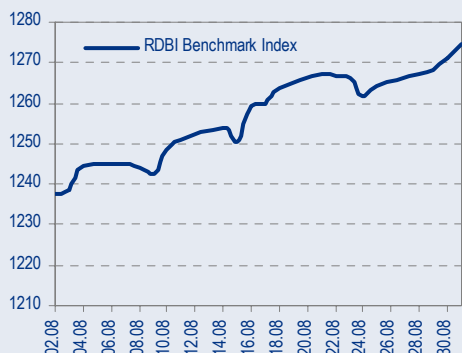
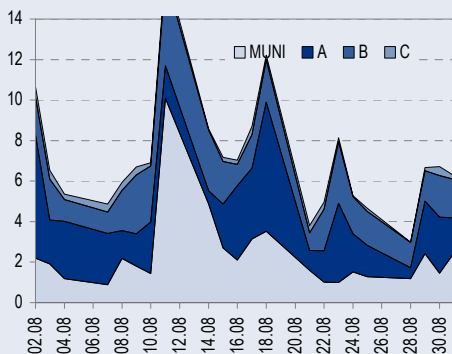




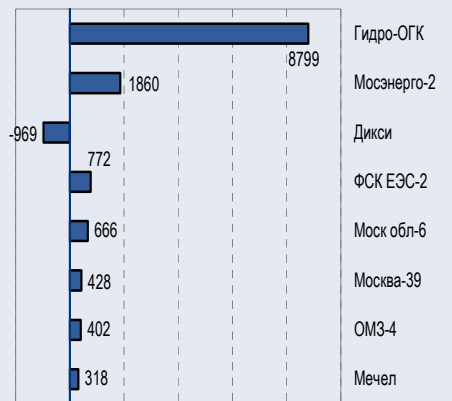
## BENCHMARK INDEX КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



## ОБОРОТЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ (Биржа и РПС, млрд руб.)



## ЛИДЕРЫ ТОРГОВЫХ ОБОРОТОВ БИРЖА И РПС, млн руб. (со знаком изменения цены)



## МАКРОСТАТИСТИКА

01.09.2006 Пред. день

Остатки на корсчетах ЦБ, млрд руб.	368,0	382,1
Обменный курс ЦБ РФ, руб.	26,73	26,74
Обменный курс USD/EUR	1,2815	1,2821
Цена на нефть URALS, \$/барр.	65,61	65,23
Резервы ЦБ РФ, млрд \$ *	265,0	-2,0
MIBOR, %	3,1	2,7
Ставки overnight (оценка ФК Уралсиб)		
Банки первого круга, %	1,5-2,0	2,5-3,0
Банки второго круга, %	2,0-2,5	3,0-3,5
Банки третьего круга, %	2,5-3,0	3,3-3,8

\*Предыдущая неделя

## РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Вчера европейский центральный банк оставил процентную ставку для стран еврозоны без изменений – на уровне 3%, однако основной тезис заявления главы ЕЦБ – Клода Трише – заключался в том, что в следующий раз избежать повышения скорее всего не удастся.

Снижение доходности американских казначейских обязательств продолжилось, поддерживаемое решением Трише и умеренными данными по инфляции, опубликованными вчера в США (Core MoM PCE – 0.1%, Core YoY PCE – 2.4%). Инверсия кривой Treasuries сохраняется, отражая надежду участников, что следующее повышение ставки ФРС произойдет нескоро.

Сегодня на вторичные торги на ММВБ выходит выпуск облигаций аптечной сети 36,6 объемом 3 млрд руб.

Согласно опубликованным недавно результатам деятельности компании за 6 месяцев 2006г. финансовое состояние 36,6 пока не безупречно. Рентабельность по EBITDA сократилась с 7,1% до 4,2%, отражая рост затрат и снижение маржи, что связано с открытием новых аптек в этом году и их меньшей эффективности на первом этапе деятельности. – Показатель Долг/EBITDA продолжил расти, и по итогам 6 месяцев 2006г. составил 6,29X против 5,06X в 2005г.

Кроме того, мы ожидаем дальнейшего роста долговой нагрузки Аптек, поскольку из размещенного в июле выпуска объемом 3 млрд руб., лишь 40% будет направлено на рефинансирование ..... стр.3

ТАКЖЕ В НОМЕРЕ

### СВЯЗЬИНВЕСТ

#### Приватизация опять под вопросом

Как сообщил Интерфакс со ссылкой на анонимного источника в правительстве, решение не приватизировать Связьинвест в 2007 г. фактически принято. По данным этого источника, возможно несколько сценариев дальнейшего развития событий, если Связьинвест не будет продан. Первый – прямое управление государством дочерними компаниями холдинга и резкое повышение операционной эффективности. Второй сценарий – объединение МРК в единого оператора, подконтрольного государству. Третий – продажа долей Связьинвеста в МРК по отдельности. .... стр.4

#### АФК «СИСТЕМА»/ПМЗ Система купит Пермские моторы

..... стр.5

### ПЯТЕРОЧКА

#### I полугодие 2006 г.: чуда не ожидается

Мы полагаем, что финансовые показатели Пятерочки по итогам I полугодия и II квартала 2006 г. будут соответствовать прогнозам компании в отношении розничных продаж без учета новых торговых точек. Магазины, открытые во II квартале 2006 г., на наш взгляд, не внесут большого вклада в рост выручки с уровня I квартала 2006 г.: 2,5% для Пятерочки, и 3% для Перекрестка. Совокупная выручка Пятерочки во II квартале 2006 г., как мы ожидаем, возрастет на 13% до 861 млн долл. При этом рост выручки от магазинов Перекрестка (на 17% за квартал до 380 млн долл.) опередит рост выручки, полученной от магазинов Пятерочки (на 10% до 481 млн долл.) на 7 п.п. – главным образом благодаря лучшей динамике покупательского потока. .... стр.5

СТАТИСТИКА ..... стр.7

## Новости

✦ За неделю к 25 августа российские золотовалютные резервы сократились на 16,5 млрд долл. до 258,5 млрд долл. после полного погашения российского долга Парижскому клубу. [Интерфакс]

✦ KPMG отказалась от проведения дополнительной оценки МГТС, которого требовало Росимущество. [Ведомости]



## Новости

- ✦ За неделю к 25 августа российские золотовалютные резервы сократились на 16,5 млрд долл. до 258,5 млрд долл. после полного погашения российского долга Парижскому клубу. [Интерфакс]
- ✦ KPMG отказалась от проведения дополнительной оценки МГТС, которого требовало Росимущество. [Ведомости]
- ✦ Ставка 8 купона по облигациям ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (Группа Уралмаш-Ижора) определена в размере 0% годовых. [Cbonds]
- ✦ Ставка по 4-8 купонам по облигациям ПИТ-2 определены в размере по 1,00 % годовых. [Cbonds]
- ✦ Ставка купона на шестой купонный период по облигациям ОАО "ПАВА" определена в размере 1% годовых. [Cbonds]



## Рынок рублевых облигаций

### КОММЕНТАРИИ ПО РЫНКУ

#### ЕЦБ оставил процентную ставку без изменений, Treasuries снова растут

Вчера европейский центральный банк оставил процентную ставку для стран еврозоны без изменений – на уровне 3%, однако основной тезис заявления главы ЕЦБ – Клода Трише – заключался в том, что в следующий раз избежать повышения скорее всего не удастся.

Снижение доходности американских казначейских обязательств продолжилось, поддерживаемое решением Трише и умеренными данными по инфляции, опубликованными вчера в США (Core MoM PCE – 0.1%, Core YoY PCE – 2.4%). Инверсия кривой Treasuries сохраняется, отражая надежду участников, что следующее повышение ставки ФРС произойдет нескоро.

#### Начало вторичных торгов по выпуску Аптеки 36,6

Сегодня на вторичные торги на ММВБ выходит выпуск облигаций аптечной сети 36,6 объемом 3 млрд руб.

Согласно опубликованным недавно результатам деятельности компании за 6 месяцев 2006г. финансовое состояние 36,6 пока небезупречно. Рентабельность по EBITDA сократилась с 7,1% до 4,2%, отражая рост затрат и снижение маржи, что связано с открытием новых аптек в этом году и их меньшей эффективности на первом этапе деятельности. – Показатель Долг/EBITDA продолжил расти, и по итогам 6 месяцев 2006г. составил 6,29X против 5,06X в 2005г.

Кроме того, мы ожидаем дальнейшего роста долговой нагрузки Аптек, поскольку из размещенного в июле выпуска объемом 3 млрд руб., лишь 40% будет направлено на рефинансирование

**Резюме:** Агрессивная стратегия компании приводит к прогрессивному росту долговой нагрузки и ухудшению показателей рентабельности.

С другой стороны, стратегия 36,6 направлена на закрепление задела лидерства сети на российском аптечном рынке и формирует долгосрочный потенциал компании, в особенности в условиях скорого возможного прихода на рынок западных аптечных сетей.

Мы по-прежнему сохраняем долгосрочный позитивный взгляд на компанию и считаем, что отдача с открытых в 1 полугодии 2006г. аптек позволит 36,6 улучшить финансовые показатели по итогам следующих лет. Мы сохраняем рекомендацию «держат» для облигаций 36,6.

#### База процентных ставок

Позитивный характер протокола августовского заседания комитета FOMC вызвал приток оптимизма на рынок казначейских обязательств США и отдалил коррекцию, еще недавно казавшуюся неизбежной.

На этой неделе в США выходит большой объем экономической статистики. Среди наиболее важных релизов – данные по рынку занятости (payrolls), инфляции, уровню заработной платы и т.д.

**Россия'30** расширила спред к US10Y до 110бп и торгуется с доходностью 5,87%. Наша цель по этому спреду до конца года – 90-95бп.

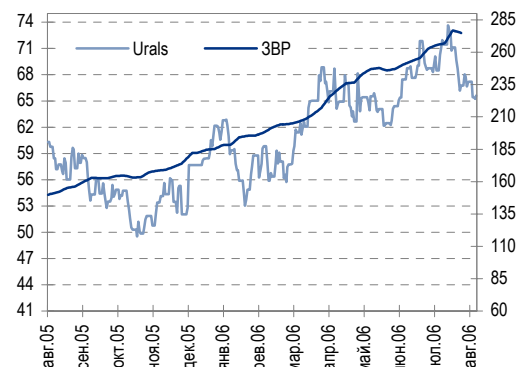
Выпуск **ОФЗ 46018** находится на уровне 6,66% (+0бп), спред к России'30 расширился до 82бп. Такой спред является неоправданно широким, наша долгосрочная цель по этому спреду – 0бп. Поэтому мы считаем, что у длинных ОФЗ сохраняется потенциал сужения спреда к US10Y на 85-90бп.

**Прогнозы по US10Y на конец года:** 5,2-5,3%.

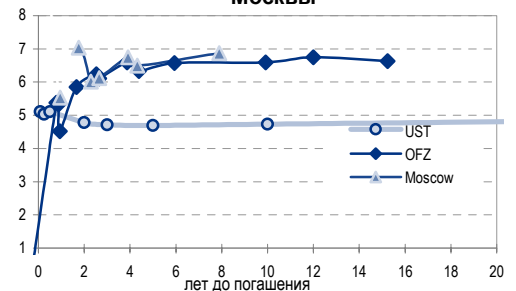
#### Торговые идеи

**ТВЗ-3**, вышедший вчера на вторичный рынок, вырос в цене на 75бп., доходность к двухлетней оферте пробила уровень 9% и сейчас составляет 8,91%. Мы считаем, что бумага достигла локального максимума и советуем инвесторам фиксировать прибыль в облигациях выпуска.

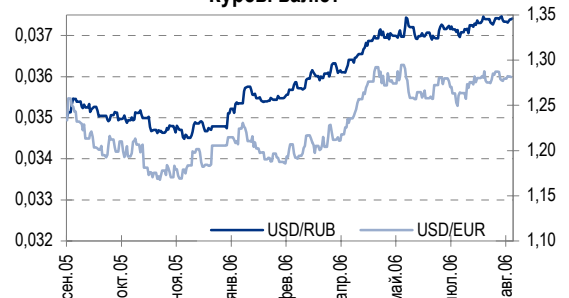
Цены на нефть и резервы ЦБ РФ



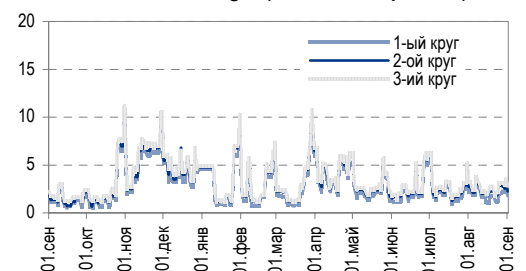
Кривая доходности UST, ОФЗ и Москвы



Курсы валют



Ставки Overnight (оценка ФК Уралсиб)





Выпуск **ПИК-5** торгуется со значительной премией к выпускам облигаций сопоставимых по кредитному качеству строительных компаний. Так, доходность выпуска ГлМосСтрой-2'11 к годовой ofercie составляет всего 10,4%, а выпуск СУ-155 находится на уровне 10,43% к 7-месячной ofercie. Доходность облигаций ЛенСпецСМУ'10 на срок 20 месяцев равна 11,79%. ПИК-5 выглядит наиболее привлекательным из всех перечисленных выше выпусков облигаций строителей, предлагая инвесторам 11,77% годовых на 9 месяцев, поэтому мы рекомендуем облигации выпуска с краткосрочной целью по доходности на уровне 11%.

Третий выпуск **Самарской области** остается самым привлекательным активом на муниципальном рынке. Бумага дает доходность 7,65% годовых на 5 лет, в то время как справедливый уровень облигаций находится на уровне 7,25%. Мы подтверждаем рекомендацию «покупать»

Мы надеемся что, что объявленное **ЮТК** снижение капзатрат в 2006-2007гг. и финансирование инвестиций из собственных средств поможет компании сохранить позитивный свободный денежный поток и позволит в дальнейшем постепенно сокращать долговую нагрузку. Мы рекомендуем выпуск ЮТК-4 (9,34% на 40 мес.) к спекулятивной покупке с целью 9,0%, поскольку полагаем, что финансовое состояние компании будет улучшаться, а спред к остальным компаниям телекоммуникационного сектора слишком велик.

В данный момент доходность выпуска **Мечел-2** составляет 8,53% по цене 100,15%. Ближайшие «соседи» бумаги – выпуски компании Дальсвязь-2'12 (8,3% на 46 мес.) и Пятерочка-2 (8,5% на 52 мес.). Поскольку кредитное качество Мечела очевидно выше качества данных компаний, мы считаем, что облигации Мечела должны торговаться с дисконтом к выпускам Дальсвязь-2 и Пятерочка-2 и повышаем цель по бумаге до 8,0%.

Цена выпуска **Копейка-2** значительно выросла, преодолев с начала месяца почти 100 б.п. В настоящий момент доходность облигаций составляет 9,20% на 30 месяцев, однако, поскольку наша долгосрочная цель (9%) еще не достигнута, рекомендация «покупать» остается актуальной.

#### Рекомендации:

**Куйбышевгазот-2** (держать до публикации компанией свежей отчетности, цель – 8,6%);

**Москва-39** (цель по спрэду к ОФЗ 46014 – 17бп.),

**ОФЗ 46018** (долгосрочная цель – 6,5%),

**Пятерочка-2** (цель – 8,25%),

**Салават-2** (цель – 8%).

**ТВЗ-3**

#### Прогнозы

Крайне благоприятная обстановка на внешних долговых рынках меняет наш прогноз по рублевому рынку на ближайшие дни. Поскольку коррекция в Treasuries пока откладывается, ничто не помешает рублевым бондам реализовывать потенциал за счет расширившихся спредов российских долговых инструментов к выросшему рынку UST.

*Анастасия Залеская, zal\_av@uralsib.ru*

#### **Связьинвест**

### **Приватизация опять под вопросом**

У правительства несколько сценариев приватизации холдинга. Как сообщил Интерфакс со ссылкой на анонимного источника в правительстве, решение не приватизировать Связьинвест в 2007 г. фактически принято. По данным этого источника, возможно несколько сценариев дальнейшего развития событий, если Связьинвест не будет продан. Первый – прямое управление государством дочерними компаниями холдинга и резкое повышение операционной эффективности. Второй сценарий – объединение МРК в единого оператора,



подконтрольного государству. Третий – продажа долей Связьинвеста в МРК по отдельности.

**В результате консолидации будет сформирована телекоммуникационная монополия.** Если активы Связьинвеста будут консолидированы в объединенный оператор, он займет монопольное положение на рынке, завладев МРК, контролирующими инфраструктуру «последней мили», и национальной сетью дальней связи Ростелекома. С учетом нынешней акционерной структуры Связьинвеста пакет правительства в объединенной компании составит 38% акций, что отвечает интересам миноритариев. Если государство предпримет выкуп акций с целью добиться полного контроля, это обеспечит новый привлекательный ценовой ориентир. Между тем создание телекоммуникационного гиганта идет вразрез с планами правительствам по либерализации рынка связи.

**Фундаментальные показатели выглядят привлекательно при любом сценарии.** Любой из остальных вариантов дальнейшего развития ситуации со Связьинвестом – его приватизация, продажа долей или прямое государственное управление межрегиональными компаниями позитивно скажется на МРК, которые смогут выиграть от новых правил регулирования телекоммуникационного рынка и усилить свой контроль над инфраструктурой «последней мили».

*Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Станислав Юдин, yud\_sa@uralsib.ru*

## **АФК «СИСТЕМА»/ПМЗ**

### **Система купит Пермские моторы**

**Дальнейшая диверсификация, эффект синергии не очевиден.** В результате покупки Пермских моторов АФК «Система» сможет повысить диверсификацию своего бизнеса и выйти в новые сегменты рынка, такие как производство аэрокосмических навигационных систем и силовых агрегатов. Однако синергия с другими бизнесами системы маловероятна, а цена сделки не названа, поэтому экономический эффект от нее пока определить нельзя.

**Покупка Пермских моторов.** Вчера АФК «Система» объявила о покупке 81% акций ЗАО «Сахлес», которому принадлежит контрольный пакет акций компаний группы «Пермские моторы», у ЗАО «Техноинвест», связанного с Внешторгбанком. Детали сделки неизвестны. По неподтвержденной информации, Внешторгбанк приобрел означенные активы в июне 2006 г. за 400 млн долл.

**Высокий спрос на газовые турбины со стороны энергетических компаний.** ОАО «Пермский моторный завод», которое производит двигатели для гражданских и военных самолетов, а также промышленные газовые турбины, – главный актив группы, приобретенной Системой. Поскольку газотурбинные установки используются для электрогенерации и транспортировки природного газа, Система сможет выиграть от высокого спроса на данный вид продукции, в частности со стороны российской энергетики.

*Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovKA@uralsib.ru*

## **Пятерочка**

### **I полугодие 2006 г.: чуда не ожидается**

**Выручка ожидается на уровне прогнозов компании.** Мы полагаем, что финансовые показатели Пятерочки по итогам I полугодия и II квартала 2006 г. будут соответствовать прогнозам компании в отношении розничных



продаж без учета новых торговых точек. Магазины, открытые во II квартале 2006 г., на наш взгляд, не внесут большой вклад в рост выручки с уровня I квартала 2006 г.: 2,5% для Пятерочки, и 3% для Перекрестка. Совокупная выручка Пятерочки во II квартале 2006 г., как мы ожидаем, возрастет на 13% до 861 млн долл. При этом рост выручки от магазинов Перекрестка (на 17% за квартал до 380 млн долл.) опередит рост выручки, полученной от магазинов Пятерочки (на 10% до 481 млн долл.) на 7 п.п. – главным образом благодаря лучшей динамике покупательского потока.

**I полугодие 2006 г.** В следующий понедельник (4 сентября) Пятерочка планирует опубликовать финансовые результаты за I полугодие 2006 г. С учетом, что слияние Пятерочки и Перекрестка было завершено 18 мая, т.е. в середине II квартала, Пятерочка представит отдельные финансовые отчеты компаний и опубликует отчет pro-forma объединенной компании.

## Объем продаж у Перекрестка почти вдвое больше, чем у Пятерочки

Отчет о прибылях, млн долл.

	I кв.06	II кв.06П	Изм. за кв., %
<b>Пятерочка</b>			
Выручка	439	481	9,6
Продажи без учета новых магазинов	439	470	7,1
Количество магазинов (на конец периода)	371	391	5,4
<b>Перекресток</b>			
Выручка	323	380	17,6
Продажи без учета новых магазинов	323	369	14,2
Количество магазинов (на конец периода)	126	133	5,6
<b>Холдинг</b>			
Выручка	762	861	13,0
Продажи без учета новых магазинов	762	839	10,1
Количество магазинов (на конец периода)	497	524	5,4

Источники: Пятерочка, оценка УРАЛСИБа

Андрей Никитин, [NikitinAI@uralsib.ru](mailto:NikitinAI@uralsib.ru)







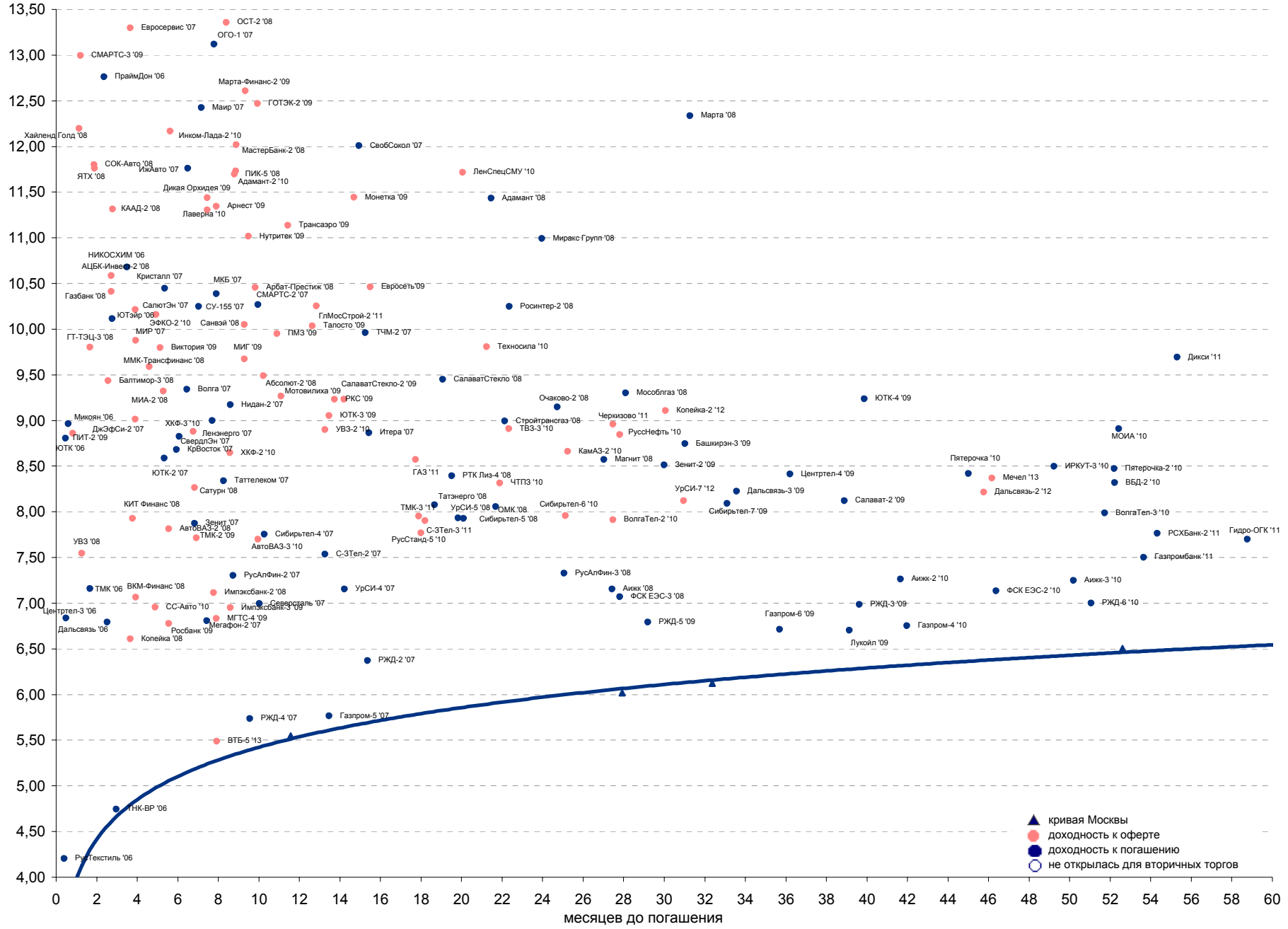






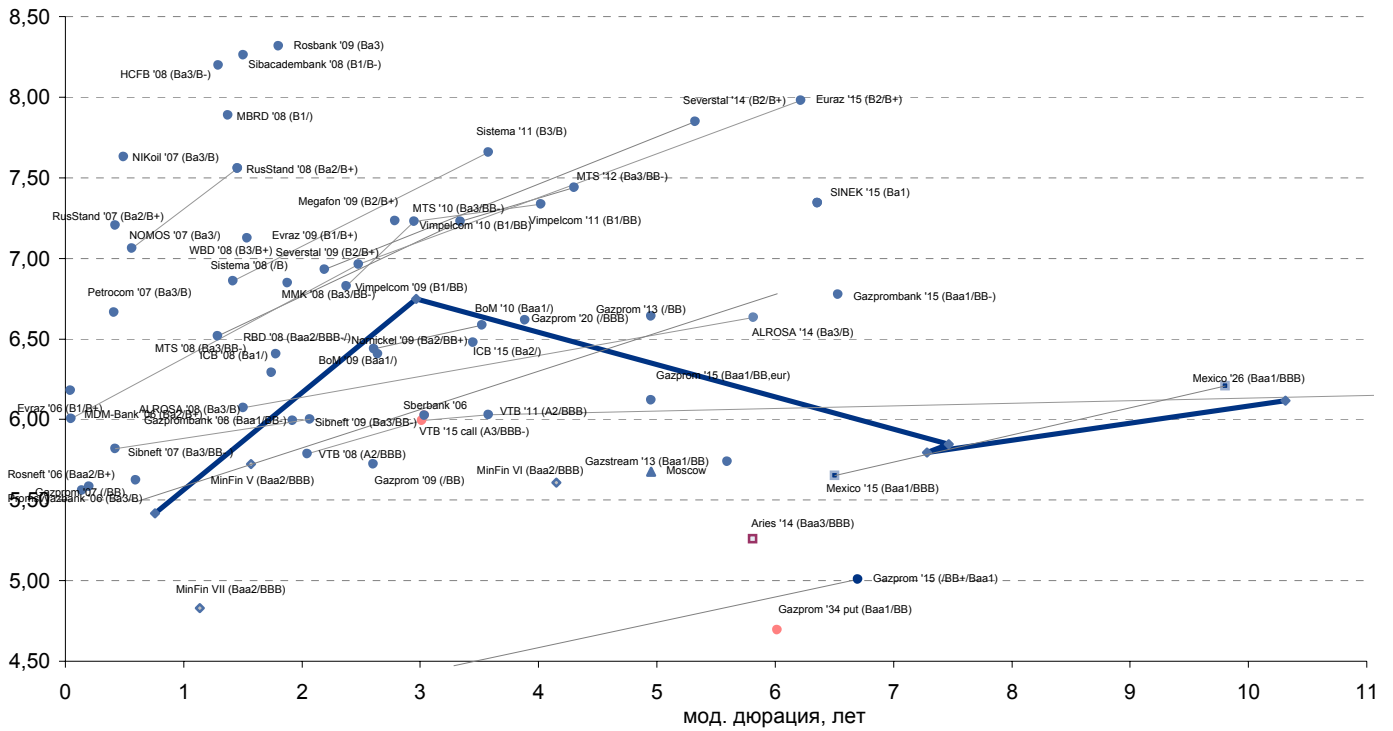


### Рынок корпоративных облигаций

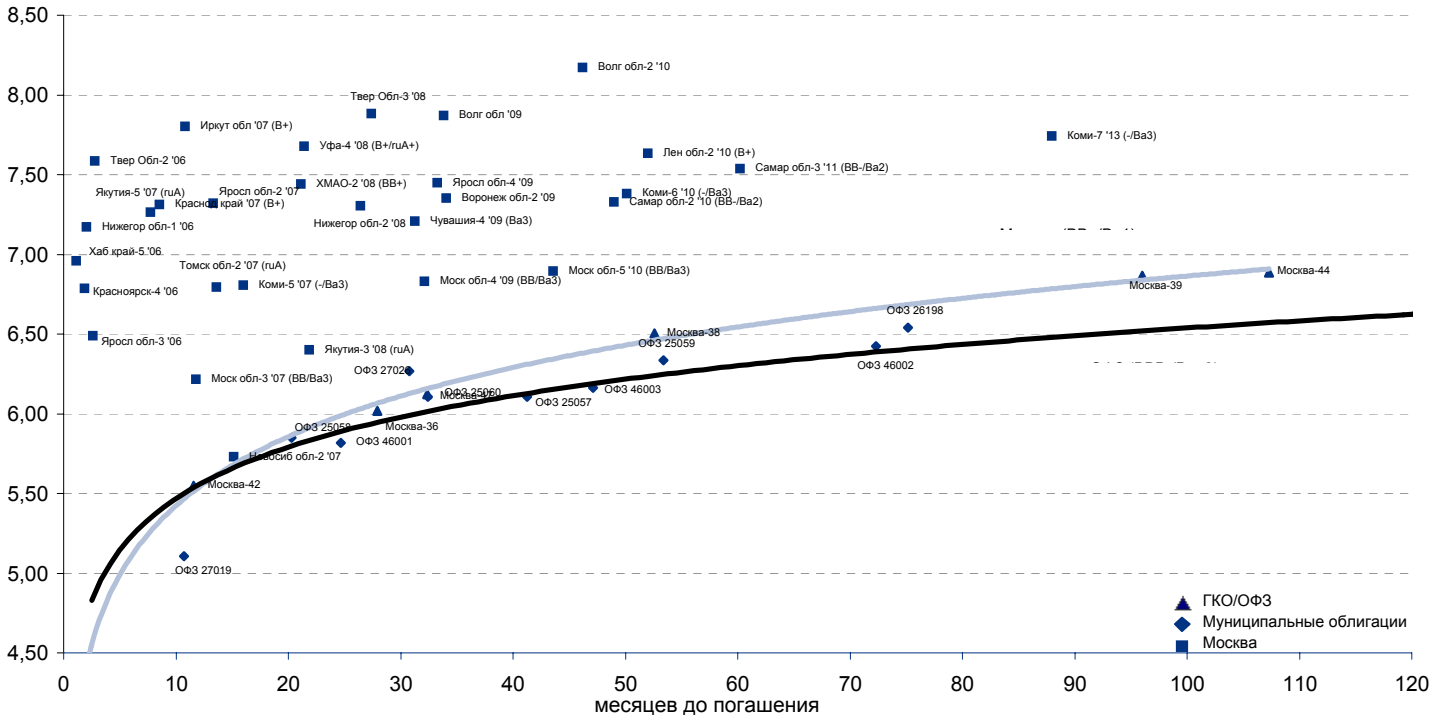




**Рынок внешних долгов (по дюрации обязательств)**



**Рублевые муниципальные облигации**



**Планируемые размещения**

Дата	Выпуск	Организаторы	Объем размещ	Параметры	Оферта
05 сен 06	ОМЗ-5	Райффайзенбанк	1 500	5 лет.	3 года
05 сен 06	Центртел-5	Банк Москвы	3 000	5 лет.	2 года
05 сен 06	Автомир	Росбанк	1 000	3 года.	1 год
12 сен 06	Миг-2	МДМ-Банк	3 000	5 лет.	1.5 и 3 года
12 сен 06	МОЭСК	Альфа-Банк, Внешторгбанк	6 000	5 лет.	-
<b>Итого:</b>			<b>14 500</b>		



## Бизнес-направление по операциям с долговыми

### Исполнительный директор, руководитель направления

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

#### Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she\_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar\_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_av@uralsib.ru

Чалов Вячеслав, трейдер, chalovVG@uralsib.ru

#### Аналитика

Дудкин Дмитрий, начальник управления, DudkinDI@uralsib.ru

Анастасия Залесская, ст. аналитик, zal\_av@uralsib.ru

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Илья Зимин, директор, zimin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim\_gg@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore\_vv@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководители управления

Владимир Савов, sav\_vn@uralsib.ru

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Стратегия

Владимир Савов, руководитель управления, sav\_vn@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@uralsib.ru

#### Металлургия/Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

#### Телекоммуникации

Константин Чернышев, руководитель управления, che\_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

#### Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kor\_an@uralsib.ru

#### Банки

Владимир Савов, руководитель управления, sav\_vn@uralsib.ru

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru

#### Потребительский сектор

Владимир Савов, руководитель управления, sav\_vn@uralsib.ru

#### Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

### Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.), bra\_ms@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор, pro\_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор, pya\_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru\_jo@uralsib.ru

Ольга Симкина, переводчик/редактор, sim\_oa@uralsib.ru

### Интернет / Базы данных

Андрей Богданович, специалист, BogdanovicAS@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение сделать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005