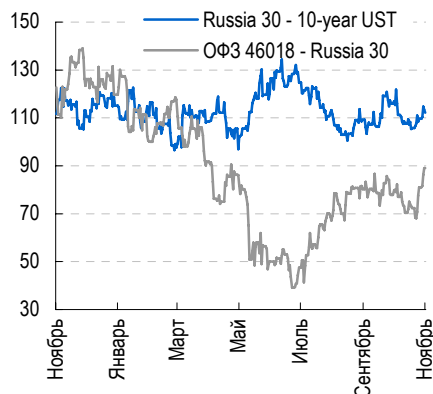


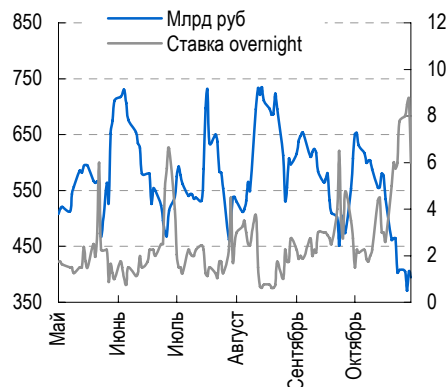
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 2 ноября 2006 г.

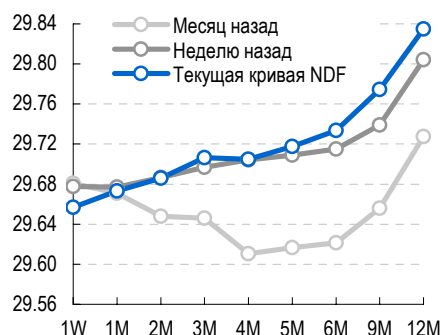
## Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



## NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро (в рублях)



## Календарь событий

|             |                                       |
|-------------|---------------------------------------|
| 2 ноября    | Размещение 2-х выпусков Газпрома      |
| 2 ноября    | Non-farm productivity, Jobless Claims |
| 3 ноября    | Статистика по Non-farm Payrolls       |
| 3 ноября    | US Unemployment rate                  |
| 3 ноября    | Размещение руб. обл. «Дымов»          |
| 3 ноября    | Результаты Пятерочки за 3кв. МСФО     |
| Окт.-Ноябрь | Рoad-шоу Сбербанк, Банк С-Пб          |
| Окт.-Ноябрь | IPO Северстали, ТМК, ЧЦЗ, Сист-Галс   |
| Ноябрь      | Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3кв.    |

## Рынок еврооблигаций

- **US Treasuries** продолжают рост на очередной порции слабой статистики из США. Российские облигации сократили спрэд, спросом пользуются длинные корпоративные выпуски (стр. 2)

## Рынок рублевых облигаций

- Ситуация с ликвидностью медленно стабилизируется. Размещение **25060** прошло неудачно. Мы ожидаем, что выпуски **Газпрома** разместятся с премией (стр. 2)

## Новости и идеи

- **Ситроникс (B3/NR/B-)** показал резкое снижение рентабельности и рост долговой нагрузки в 1-м полугодии 2006 г. Результаты отражают убытки подразделения «бытовая техника», а также эффект от приобретения европейской компании INTRACOM. Покупка акций Ситроникса банком ЕБРР пока не отражена в результатах. Основным фактором кредитного профиля остается поддержка группы Система, для которой Ситроникс остается principal subsidiary (стр.3)
- **Вкратце: Ведомости сообщают, что Система может (B3/BV-/B+) обменять часть своих телекоммуникационных активов на долю в Deutsche Telekom (A3/A-/A-).** На наш взгляд, подобная сделка была бы нейтральной для кредиторов Системы, которая могла бы увеличить диверсификацию инвестиционного портфеля, но при этом снизить долю быстрорастущих активов. Для кредиторов компаний группы, акционером которых может в результате такой сделки стать DT, это событие стало бы позитивным, т.к. DT – сильная и влиятельная компания с большим опытом в телекоммуникационном секторе.
- **Зампред ЦБ К. Корищенко вчера в беседе с журналистами заявил, что ожидает нормализации ситуации на денежном рынке в течение недели, по мере прихода в банковскую систему «бюджетных денег».** Кроме того, Корищенко отметил, что пока торговый баланс остается положительным, **давление на рубль в сторону его укрепления сохранится.** Мы в целом согласны с тезисами г-на Корищенко, если говорить о долгосрочных тенденциях при достаточно высоких ценах на нефть. Однако, в периоды снижения цен на нефть и/или успехов в сдерживании инфляции (текущая ситуация), на наш взгляд, возможна временная стабилизация или даже ослабление рубля к корзине валют.
- **Вкратце: Fitch подтвердило рейтинг Нижнекамскнефтехима на уровне В+/Стабильный, отметив сильные рыночные позиции, хорошую географическую диверсификацию выручки и приемлемую рентабельность.** Аналитики Fitch указывают со ссылкой на НКНХ, что в 2006-2007 гг. компания не планирует существенных новых заимствований. Fitch не прокомментировало ни планы компании по крупной доэмиссии акций, ни новости о возможных масштабных инвестиционных проектах НКНХ (см. наши комментарии от 6 и 31 октября).

## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Заккрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|-----------|-----------|---------|---------------|
|                          |           | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 4.57      | -0.03     | -0.03   | +0.18         |
| EMBI+ Spread, бп         | 195       | +1        | -13     | -50           |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 114       | -1        | 0       | -4            |
| Russia 30 Yield, %       | 5.70      | -0.05     | -0.07   | +0.16         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.59      | -0.02     | #VALUE! | -0.15         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 335.3     | -9.1      | -43.1   | -154.9        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 59.1      | -2.2      | -122.1  | -55.6         |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | -42.4     | -         | -       | -             |
| Overnight RUR, %         | 6         | -2.75     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.67     | +0.01     | +0.01   | -1.27         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 59.0      | 0         | -1.5    | +0.9          |
| Индекс РТС               | 1645      | +31       | +88     | +523          |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Вчера котировки US Treasuries продолжили движение вверх после публикации слабых данных, которые в очередной раз указали на замедление экономики США и инфляции. По итогам дня доходность **UST10** снизилась на 4бп до 4.56%, вплотную приблизившись к семимесячному минимуму (4.53%, 25 сентября). Фьючерсы на FED RATE вчера стали указывать на 100%-ую (!) вероятность снижения ставки на 25бп до 5.00% к марту 2007 года.

Облигации Emerging Markets вчера вновь росли, но с небольшим отставанием от UST. Котировки **Turkey 34** выросли на 7/16 (YTM 7.38%), **Brazil 40** – на 1/4 (YTM 8.19%), **Mexico 33** – на 11/16 (YTM 6.12%). Спрэд EMBI+ расширился до 195бп (+1бп). Напомним, что для Emerging Markets опасность состоит в том, что резкое замедление экономического роста в США приведет к падению цен на ресурсы и продукцию развивающихся стран.

Котировки российских суверенных еврооблигаций вчера также подросли. К закрытию цена **Russia 30** выросла до 112 1/2 (+3/8). Спрэд к **UST10** сузился до 113бп (-2 бп).

До выхода статистики активность в корпоративных выпусках была достаточно низкой. После публикации данных появился спрос в длинных выпусках: **Alrosa 14** (+3/16), **Evrast 15** (+1/8) и **Severstal 14** (+1/8), **TNK 16** (+1/4), **Gazprom 34** (+3/4).

На первичном рынке **Сбербанк (A2/BBB+)** озвучил price-talk по своим 5-летним еврооблигациям. Организаторы выпуска ориентируют, что доходность сложится на уровне 80-85 к среднерыночным свопам (YTM 5.80-5.85%). По нашим оценкам, данный ориентир не предполагает премии к кривой доходности Сбербанка. Однако, судя по высокому спросу нерезидентов на российских квази-суверенных эмитентов, у Сбербанка не возникнет проблем с размещением всего объема (около USD1 млрд.)

Сегодня выходит очередная порция статистики в США по рынку труда. Мы воздерживаемся от прогнозов относительно данных и предполагаем, что рынок UST с равной вероятностью может двинуться вверх или вниз.

## Рынок рублевых облигаций

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

Ситуация с ликвидностью медленно стабилизируется. Ставки overnight вчера снизились до 6-7%. Спрос на прямое РЕПО с ЦБ уменьшился, но суммарно в среду банки заняли 43.9 млрд. рублей (средневзвешенная ставка 6.15%). По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ снизилась на 11.3 млрд. рублей до 394.4 млрд. рублей. Достаточно обнадеживающе прозвучали вчера заявления зампреда ЦБ К. Корищенко по поводу рублевой ликвидности и курса рубля (см. наш короткий комментарий на 1 стр.).

Важным событием вчера стало доразмещение выпуска **ОФЗ 25060** на 9 млрд. рублей. Минфин не готов был пойти на то, чтобы предложить значительную премию (средневзвешенная доходность составила 6.08%, до этого выпуск торговался на уровне 6.06%). В результате при спросе в 9.31 млрд. Минфин разместил облигации лишь на 1.87 млрд. В целом в сегменте ОФЗ активность вновь была низкой (объем торгов 314.7 млн. рублей). Сохранение высоких ставок МБК мешает ОФЗ реагировать на позитивную динамику еврооблигаций.

В первом эшелоне вчера продолжилось снижение котировок. Цены выпусков **РЖД-3** (YTM 6.91%) и **РЖД-2** (YTM 6.25%) снизились на 20бп. Котировки вышедших на торги **АИЖК-7** (YTM 7.93%) и **АИЖК-8** (YTM 7.90%) опустились ниже номинала. На наш взгляд, выпуски достаточно привлекательны с точки зрения качество/доходность. Технические факторы (нехватка лимитов), на наш взгляд, будут улучшаться, т.к. в ближайшие 3 месяца АИЖК не будет размещать новых выпусков.

Во втором эшелоне котировки в целом остались на прежних уровнях, при этом был отмечен спрос на облигации телекомов. Большой интерес инвесторы проявили к выпуску **ЦТК-5** (YTM 8.05%), вчера сделки по

нему проходили по 100.70 (на форварде выпуск торговался около 100.20). Вчера впечатляющий рост продемонстрировал выпуск **ЮТК-3** (+436п, УТМ 8.34%).

Сегодня основным событием станет размещение 2-х выпусков Газпрома планирует разместить два выпуска облигаций, седьмой и восьмой серии, сроком обращения 3 и 5 лет, соответственно. Насколько мы понимаем, индикативные ориентиры по купону более короткого выпуска составляют 6.80-6.90%, длинного – 7.5-7.15%. На наш взгляд, ввиду сложной ситуации с ликвидностью размещение пройдет по верхним границам этих диапазонов, спред к кривой ОФЗ составит около 90-100бп, а премия к кривой, состоящей из уже обращающихся выпусков – 15-25бп.

## Ситроникс (B3/NR/B-): слабые цифры за 6 мес., но поводов для паники пока нет

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

В 1-м полугодии 2006 г. концерн Ситроникс продемонстрировал достаточно резкое снижение операционной рентабельности и рост долговой нагрузки. Если первое объясняется снижением прибыльности в бизнес-сегментах «телекоммуникационные услуги» и «бытовая техника», то второе – завершением в июне 2006 г. сделки по покупке контрольного пакета крупной европейской IT-компании INTRACOM, которая обошлась Ситрониксу в USD150 млн., и при этом имела долги в объеме примерно USD200-250 млн. Более того, в дальнейшем Ситроникс может потратить дополнительные средства на выкуп миноритарной доли в INTRACOM.

| Ключевые финансовые показатели Ситроникс |      |       |             |
|------------------------------------------|------|-------|-------------|
| Млн. USD, US GAAP                        | 2004 | 2005  | 6 мес. 2006 |
| Выручка                                  | 488  | 955   | 699         |
| EBITDA                                   | 46   | 155   | 72          |
| Чистая прибыль                           | 19   | 70    | 33          |
| Совокупный долг                          | 87   | 118   | 513         |
| Чистый долг                              | 48   | 34    | 384         |
| Собственный капитал                      | 105  | 203   | 522         |
| Всего активы                             | 304  | 568   | 1547        |
| <b>Показатели</b>                        |      |       |             |
| EBITDA margin                            | 9.4% | 16.2% | 10.4%       |
| EBITDA/проценты, х                       | 6.50 | 15.20 | 4.5         |
| Долг/EBITDA годовая, х                   | 1.9  | 0.8   | 3.5         |
| Чистый долг/EBITDA годовая, х            | 1.0  | 0.2   | 2.7         |
| Совокупный долг / Собственный капитал, х | 0.8  | 0.6   | 1.0         |

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Однако, на наш взгляд, нервничать держателям еврооблигаций Ситроникса пока не стоит. Компания сохраняет показатели долговой нагрузки в разумных пределах (ковенанты еврооблигаций ограничивают Долг/OIBDA на уровне 4.0х). Во 2-м полугодии в выручке и EBITDA должен проявиться эффект от консолидации INTRACOM, не добавившей практически ничего в денежные потоки Ситроникса в 1-м полугодии. Кроме того, важное позитивное событие произошло в сентябре 2006 г., когда ЕБРР приобрел около 3.7% новых акций компании за USD80млн. Таким образом, весь Ситроникс был оценен в USD2.2 млрд.

На наш взгляд, опубликованные результаты вряд ли окажут значительное влияние на котировки еврооблигаций **Sitronics 2009**. Инвесторы по-прежнему будут смотреть на компанию как на производную от риска группы Система. Напомним, что Ситроникс попадает под определение principal subsidiary (важной «дочки») для Системы. Это означает, что дефолт Ситроникса спровоцирует кросс-дефолт по обязательствам Системы. Поэтому, на наш взгляд, вероятность поддержки Ситроникса со стороны материнской группы в случае возникновения затруднений весьма высока. В настоящее время спред между выпуском Sitronics 2009 и кривой доходности облигаций Системы составляет около 70-80бп. На наш взгляд, это справедливое значение спреда.



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 |
| Коррадо Таведжиа   | +7 495 787 94 52 |

### 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.Bogaty@mdmbank.com |

|                |                             |
|----------------|-----------------------------|
| Елена Морозова | Elena.Morozova2@mdmbank.com |
| Денис Воднев   | Denis.Vodnev@mdmbank.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 |

### Электроэнергетика

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