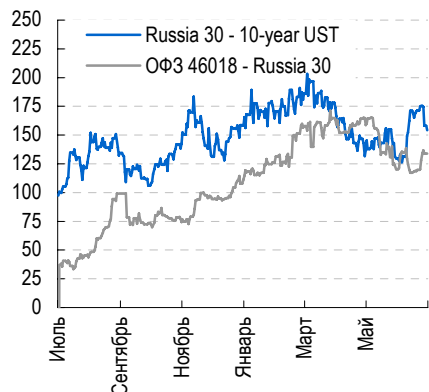


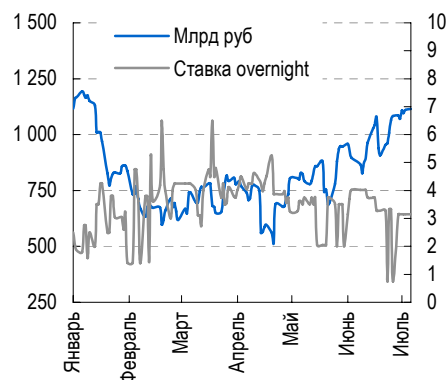
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 14 июля 2008 г.

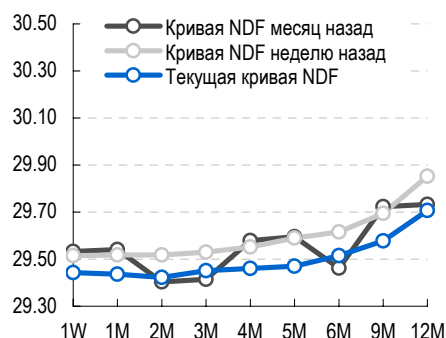
## Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



## Календарь событий

|        |                                     |
|--------|-------------------------------------|
| 15 июл | Размещение руб. обл. ВТБ-Лизинг-2   |
| 15 июл | Размещение руб. обл. Удмуртия-25003 |
| 15 июл | Индекс Empire Manufacturing         |
| 15 июл | Индекс цен производителей в США     |
| 16 июл | Размещение руб. обл. М-ИНДУСТРИЯ-2  |
| 16 июл | Индекс потребительских цен в США    |
| 17 июл | Размещение руб. обл. КОМОС ГРУПП-1  |
| 21 июл | Уплата НДС за 2 квартал 2008г.      |

## Рынок еврооблигаций

■ Регуляторы в США подтвердили готовность оказать поддержку ипотечным агентствам Fannie и Freddie. Это в сочетании со статистикой привело к росту доходностей UST

■ Газпромбанк завершил размещение выпуска в CHF (стр. 2)

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

■ Мы думаем, что до конца года ЦБ поднимет ставки еще один или два раза; скорее всего, это произойдет в 3-м квартале

■ А.Улюкаев пообещал план-график от ЦБ; рубль сегодня утром еще немного укрепили (стр. 3).

## Новости, комментарии и идеи

■ Убытки Аптечной сети 36.6 (NR) в 4-м квартале 2008 г. оказались очень значительными. Менеджмент утверждает, что часть потерь связана с «разовыми» начислениями. Так или иначе, мы вынуждены констатировать, что «пространства для маневра» у компании осталось очень немного, а кредитный риск по облигациям увеличился. Подробнее – на стр. 4.

■ МОИТК (S&P B) намерена 16 июня провести «разъяснительную» встречу с инвесторами. В ней примут участие гендиректор МОИТК и замминистра финансов Московской области (Источник: РИГрупп-Финанс). Мы ожидаем, что в ходе этой встречи, как это обычно и бывает на подобных мероприятиях, инвесторам будет предложена позитивная информация о соответствующем заемщике (в данном случае – о группе заемщиков). Акценты наверняка будут сделаны на том, что недавний технический дефолт МОИТК – лишь досадное недоразумение, и что все «дочки» Московской области могут всегда рассчитывать на финансовую поддержку со стороны администрации региона. В настоящее время облигации МОИТК и связанных с ней эмитентов (в т.ч. Мострансавто, МОИА, Спецстрой, Мособлгаз) торгуются с доходностью на уровне 14-16%. В нашем недавнем «стратегическом» комментарии от 26 июня мы уже указывали, что считаем кредитный риск «дочек» Мособласти вполне приемлемым, несмотря на все недостатки их кредитного профиля. Мы не исключаем, что по итогам анонсированной встречи котировки облигаций этих компаний немного подрастут. В то же время, учитывая амбициозные планы «группы МОИТК» по новым размещениям, очевидно, что риск «опоздать» с удачной покупкой их облигаций очень невелик.

## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Закрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
|                          |          | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 3.96     | +0.16     | -0.12   | -0.07         |
| EMBI+ Spread, бп         | 301      | -10       | +52     | +62           |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 169      | -11       | +23     | +22           |
| Russia 30 Yield, %       | 5.54     | 0         | +0.04   | +0.03         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.88     | -0.03     | +0.12   | +0.41         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 705.7    | +28.7     | +101.0  | -182.8        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 409.6    | -24.0     | +116.9  | +294.9        |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | 73       | -         | -       | -             |
| MOSPRIME O/N RUB, %      | 3.63     | -0.04     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.45    | -0.03     | -0.10   | -0.19         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 144.5    | +2.5      | +10.3   | +50.6         |
| Индекс РТС               | 2167     | -19       | -190    | -124          |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

Аналитики: Дмитрий Смелов, Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com

### В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ ИПОТЕЧНЫЕ АГЕНТСТВА США

Всю прошлую неделю в центре внимания инвесторов находились крупнейшие ипотечные компании **Fannie Mae** и **Freddie Mac**. Пятница не стала исключением. В течение дня акции этих компании упали почти на 50%, однако заявления главы ФРС **Б.Бернанке** и министра финансов **Г.Полсона** о готовности правительства предоставить **Fannie Mae** и **Freddie Mac** финансовую помощь успокоили инвесторов, и до конца дня они смогли компенсировать большую часть дневных потерь. Одновременно агентство **S&P** заявило, что проблемы ипотечных агентств не представляют опасности для рейтинга **США**. Хотя, конечно, сам факт серьезного обсуждения обоснованности **AAA-рейтинга США** уже говорит о многом.

Так или иначе, позитивная риторика американских регуляторов и **S&P** в сочетании с возросшей «инфляционной тревогой» (нефть 147 долл., высокие импортные цены) и благоприятной макроэкономической статистикой (**Michigan Confidence**) способствовала росту доходностей **US Treasuries** до уровней начала месяца. **10-летние ноты** достигли 3.95% (+16бп), **2-летние** – 2.60% (+19бп).

Новость о банкротстве одного из крупнейших ипотечных банков США **IndyMac** вышла уже после закрытия рынков, поэтому не оказала влияния на котировки. На утренних торгах в Азии **UST** котируются на уровне закрытия пятницы.

На этой неделе, естественно, в центре внимания будут цифры по **CPI** и **PPI**. Кроме того, немаловажными событиями станут отчеты крупнейших финансовых компаний (таких, как **Merrill Lynch**, **Citigroup**, **JP Morgan**, **Bank Of America**) и комментарии **Б.Бернанке** относительно политики **ФРС**.

### EMERGING MARKETS

Несмотря на динамику американского рынка, котировки еврооблигаций развивающихся стран в пятницу лишь немного снизились. Благодаря этому спрэд **EMBI+** сузился сразу на 10бп до 301бп. Котировки российского выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.54%) остались на прежнем уровне. Спрэд к **UST** «технически» сузился до 158бп (-16бп). Однако сегодня утром его значение уже вернулось к привычной отметке 172-173бп. В корпоративном сегменте в пятницу преобладали продажи, однако активность была низкой.

### НОВЫЙ ВЫПУСК ГАЗПРОМБАНКА

В пятницу **Газпромбанк** (A3/BBB-) завершил размещение еврооблигаций на сумму 300 млн. швейцарских франков с погашением в августе 2010 года. Купон составил 6.53% (mid swaps+330бп). Как мы уже писали, мы нейтрально относимся к этому выпуску и считаем, что он, скорее всего, будет малоликвидным, т.к. аллокирован преимущественно среди швейцарских private banks.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК: НАШЕ МНЕНИЕ

Как известно, с сегодняшнего дня все **ключевые ставки ЦБ** будут повышены на 25бп, о чем регулятор сообщил в пятницу утром. С одной стороны, подобный шаг ЦБ не стал чем-то неожиданным для участников рынка – ведь согласно нашему опросу (конец мая), около 90% ответивших прогнозировали дальнейшее в этом году неоднократное повышение ставок. Да мы и сами писали в конце июня (см. специальный обзор от 26.06.08), что ждем повышения процентных ставок еще на 50-75бп.

Несколькими днями позже, правда, нас смутили комментарии премьера РФ **В.Путина**, который заявил, то считает неправильным бороться с инфляцией в ущерб росту экономики. Похоже, что смутились мы напрасно. Агентство **Reuters** в пятницу написало со ссылкой на источник в правительстве, что **ЦБ** получил «карт-бланш» на борьбу с инфляцией, даже ценой замедления экономического роста, так как обеспечение ценовой стабильности объявлено главным приоритетом в политике.

В то же время, определенная доля «неожиданности» от пятничного решения **ЦБ** все же присутствовала. За последние годы мы (и Вы, наверняка, тоже) привыкли к более «инертному» **Центробанку**, да и инфляция вроде бы начала замедляться в июле (правда, незначительно), поэтому казалось, что **ЦБ** подождет до августа-сентября. Однако регулятор начал действовать в лучших традициях коллег из **Европы**, независимо и агрессивно – последние два раза пауза в повышении ставок составила лишь 1 месяц.

В принципе, на фоне быстрого роста цен в **России**, даже по сравнению со странами **BRIC**, вполне логичным выглядит стремительная денежно-кредитная политика, а не «размазывание» изменения ставок на длительный период.

Мы не меняем наш прогноз: думаем, что до конца года будет еще одно или два повышения ставок, и теперь уже кажется, что они скорее состоятся в августе-сентябре. Кроме того, вероятно, **ЦБ** все также будет уделять особое внимание контролированию рисков, связанных с **carry trades**, поэтому, вероятно, следующим шагом в ужесточении денежно-кредитной политики будет очередное повышение нормативов резервирования для банков.

### ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ КОММЕНТАРИИ А.УЛЮКАЕВА; УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ СЕГОДНЯ УТРОМ

В пятницу вечером в новостных лентах появились комментарии первого зампреда **ЦБ А.Улюкаева**. Он дал положительную оценку денежно-кредитной политики с начала года, связав июльское замедление инфляции именно с ней. Г-н **Улюкаев** также отметил, что регулятор продолжит ее ужесточение, комбинируя расширение коридора колебаний бивалютной корзины, повышение ставок и нормативов.

Кстати, сегодня утром стоимость бивалютной корзины опустилась до 29.35 рублей – вполне вероятно, что **ЦБ** вновь расширил коридор, хотя может быть это просто «дно» предыдущего подобного шага регулятора.

Интересно, что, со слов **Улюкаева**, в ближайшее время **ЦБ** может перейти к публичному анонсу плана-графика будущих заседаний по ставке (как это делают **ФРС** и **ЕЦБ**), что, безусловно, сделает действия нашего регулятора более предсказуемыми. Уже сейчас можно предположить, что **ЦБ** будет задумываться об изменении ставок примерно раз в месяц.

### РЕАКЦИЯ В РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЯХ ВПОЛНЕ ПРЕДСКАЗУЕМА

Рублевый долговой рынок вполне предсказуемо отреагировал на новость о повышении ключевых ставок ЦБ. Цены бумаг **1-го эшелона** и **длинных ОФЗ** провалились к концу дня примерно на 0.5-1п.п. Одновременно возрос спрос на короткие и «доходные» выпуски **2-го эшелона**. В частности, мы отметили покупки в банковских облигациях – котировки почти всех выпусков **Русского Стандарта** подросли примерно на 10-20бп на солидных объемах.

Несмотря на то, что повышение процентных ставок было вполне ожидаемым, на неделе, вероятно, бумаги **1-го эшелона** останутся под давлением, особенно длинные и мало-мальски ликвидные выпуски. Также,

вероятно, следует ожидать некоторого роста ставок денежного рынка, однако при нынешних остатках банков на счетах в ЦБ, превышающих 1 трлн. рублей, реакция там будет не слишком заметной. Кстати, по этой же причине завтрашние **налоговые выплаты**, скорее всего, также не причинят серьезного ущерба.

### НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Магнолия-1** (УТР 15.45%) была установлена новая полугодовая оферта с купоном 15% (ранее – 11.95%). Также в облигациях **Арктел-1** (УТР 12.71%) процентная ставка до погашения (через год) была сохранена на уровне 12% (бумага совершенно неликвидна; последняя сделка была год назад).

## Аптечная сеть 36.6 (NR): разочаровывающие результаты за 4-й квартал

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

Аптечная сеть 36.6 (NR) в пятницу опубликовала результаты за 2007 г. по МСФО, а также провела телеконференцию, в ходе которой менеджмент прокомментировал финансовые итоги и озвучил свои дальнейшие планы и приоритеты.

Честно говоря, нас немного шокировал размер чистого убытка компании в 4-м квартале 2007 г.: он составил почти 57 млн. долл., в то время как за первые три квартала – «лишь» 42 млн. долл. Более того, если «очистить» эти цифры от успешного фармацевтического бизнеса (Верофарм) и фактически взглянуть только на данные по розничной сети, то результат будет еще более драматичным: убыток в рознице по итогам года составил 129 млн. долл., тогда как по итогам 9 месяцев – 60 млн. долл., т.е. только в четвертом квартале потери там составили 69 млн. долл.

Кстати, насколько мы понимаем, блок под названием «Корпоративный центр (розница)», который Аптеки впервые в явном виде выделили в пресс-релизе по итогам 2007 г., на самом деле представляет собой расходы «штаб-квартиры», т.е. административного персонала, а также финансовые расходы. Из беседы с представителем компании мы сделали вывод, что этот блок в будущем будет консолидирован с розницей, т.к. по сути обслуживает в основном именно ее. Это стало еще более очевидно после недавней продажи медицинского бизнеса. Ранее блок «Корпоративный центр» присутствовал в «посегментной разбивке» неявно, как разница между результатами трех основных блоков и консолидированными данными.

Если же вернуться к убыткам, то потери 69 млн. долл. в рознице в 4-м квартале компания объясняет примерно следующим образом. Около 35 млн. долл. – это некие «разовые» начисления в части административных и общехозяйственных расходов, которые были сделаны аудиторами по согласованию с новым финансовым менеджером компании (весной в Аптеки пришел новый CFO из ВБД). Мы надеемся, что это действительно «разовые» расходы, связанные с желанием компании оставить все «хвосты» в 2007 г. и начать 2008 г. с «чистого листа». Очевидно, что эти начисления помогут компании решить задачу показать положительную EBITDA в 2008 г. Остальные 35 млн. долл. – это убытки, связанные с продолжавшимися сбоями в логистической ERP-системе (неполный ассортимент, затоваривание, неиндексированные цены и т.п.; все это коснулось в основном Московского региона), низкой маржой в новых для компании регионах, а также большими процентными расходами и убытками от курсовых разниц.

Итак, что же мы имеем сейчас? Чистый долг компании на начало 2008 г. составлял 271 млн. долл. В мае-июне 36.6 продала медицинский бизнес (с соответствующей недвижимостью) за 110 млн. долл. Мы думаем, что за счет этого чистый долг к концу 1-го полугодия снизился до 210-230 млн. долл. (часть средств «съедают» процентные расходы, т.к. EBITDA все еще немного отрицательна, а также инвестиции, объем которых в 2008 г., со слов представителя компании, не превысит 40 млн. долл.).

Этот долг пока уравнивается большим пакетом акций Верофарма (25% плюс еще 25% - в совместном предприятии), чистую стоимость которого мы консервативно оцениваем на уровне 200 млн. долл., и недвижимостью (магазины площадью около 3,000 кв.м) стоимостью около 60-80 млн. долл. Таким

образом, времени и «запаса прочности» для того, чтобы сделать розничный бизнес эффективным, осталось очень мало.

Менеджмент осторожно заявляет, что проблемы с ERP-системой разрешены, и что по итогам года EBITDA должна стать положительной. Мы очень надеемся, что все есть и будет именно так, как говорит компания.

По итогам недавней oferty облигации Аптечной сети 36.6 «вернулись в рынок» с доходностью порядка 18.6%. Как Вы видите, после публикации результатов за 2007 г. у нас поубавилось уверенности в прочности кредитного профиля Аптек. Мы рекомендуем инвесторам действовать весьма осторожно и не исключаем дальнейшего снижения котировок облигаций компании.

Новости о финансовом здоровье Аптек появляются не так уж и часто. Мы рекомендуем инвесторам следить за котировками акций компании – несмотря на ограниченную ликвидность акций, это весьма информативный индикатор.

#### Ключевые финансовые показатели компании «Аптечная сеть 36.6», МСФО

| USD млн.                                    | 2006 г. | 9 мес. 2007 г. | 2007 г. |
|---------------------------------------------|---------|----------------|---------|
| Выручка                                     | 528     | 591            | 871     |
| Валовая прибыль                             | 183     | 196            | 278     |
| Операционная прибыль                        | 12      | (1.4)          | (29)    |
| EBITDA                                      | 25      | 13             | (7)     |
| в т.ч. розничный сегмент                    | (6)     | (16.2)         | (55)    |
| Чистая прибыль                              | 34      | (42)           | (99)    |
| в т.ч. розничный сегмент                    | 15      | (60)           | (129)   |
| Долг (с учетом обязательств по фин. аренде) | 253     | 289            | 295     |
| Собственный капитал                         | 132     | 193            | 249     |
| Активы                                      | 525     | 709            | 832.3   |
| <b>Ключевые показатели</b>                  |         |                |         |
| Gross margin (%)                            | 30.7%   | 33.1%          | 31.9%   |
| EBITDA margin (%)                           | 4.7%    | 2.2%           | n/a     |
| Долг/ EBITDA annualized (x)                 | 10.1    | 16.7           | n/a     |
| Долг/Собственный капитал (x)                | 1.9     | 1.5            | 1.2     |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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 |

#### 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  | Дмитрий Смелов | Dmitry.Smelov@mdmbank.com |
| Мария Радченко  | Maria.Radchenko@mdmbank.com |                |                           |

#### Анализ рынка акций

|                      |                                  |                |                             |
|----------------------|----------------------------------|----------------|-----------------------------|
| Джордж Лилис         | George.Lilis@mdmbank.com         | Мария Шевцова  | Maria.Shevtsova@mdmbank.com |
| Екатерина Генералова | Ekaterina.Generalova@mdmbank.com | Андрей Кучеров | Andrew.Kuchеров@mdmbank.com |
| Елена Зенкова        | Elena.Zenkova@mdmbank.com        | Джеймс Льюис   | James.Lewis@mdmbank.com     |

#### Редакторы

|                   |                                |                  |                              |
|-------------------|--------------------------------|------------------|------------------------------|
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com | Александр Бесков | Alexander.Beskov@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, 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.