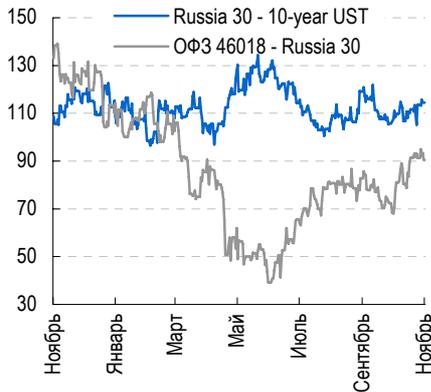
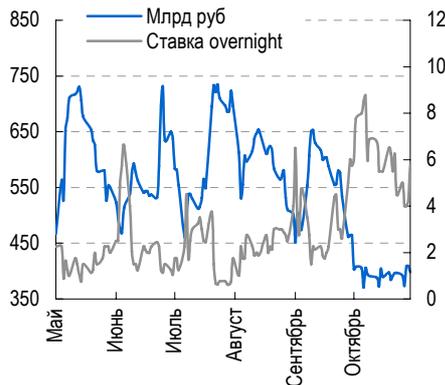


пятница, 24 ноября 2006 г.

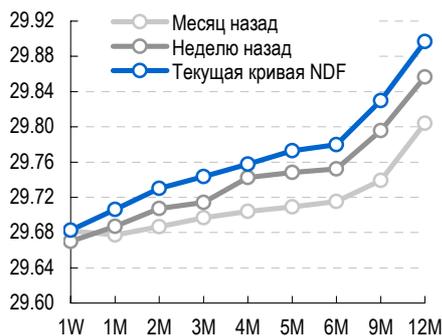
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

28 ноября	Разнообразн. статистика в США
28 ноября	Размещ. руб. обл. Энергомаш-Финанс
28 ноября	Размещ. руб. обл. Гидромашсервис
28 ноября	Размещ. руб. обл. ДКС ФЖС РБ
29 ноября	Размещ. руб. обл. Газпромбанк
29 ноября	Размещ. руб. обл. Аладушкин-Финанс
29 ноября	Данные по ВВП, рынку жилья в США
29 ноября	Рез-ты МТС за 9 месяцев 2006 г.
30 ноября	Размещ. руб. обл. Северный город

### Рынок еврооблигаций

- Из-за выходного дня в США экраны брокеров вчера были пустыми (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Ситуация с ликвидностью вновь чуть ухудшилась. Тем не менее, вчера покупки в рублевых облигациях продолжились. Сегодня Минфин решил доразместить остатки **ОФЗ 46017** и **46020** общим номинальным объемом около 3 млрд. (стр. 2)

### Новости и идеи

- «Аптечная сеть 36.6» (NR) показала слабые результаты по итогам 3-го квартала.** Слишком агрессивные темпы роста привели к снижению рентабельности и росту объема долга компании. В результате показатели покрытия долга и процентов операционной прибылью до вычета амортизации (EBITDA) достигли опасных значений. Тем не менее, на наш взгляд, компанию нельзя назвать откровенно слабым и рискованным заемщиком. «36.6» располагает ликвидным активом – акциями «Верофарма» стоимостью более US\$150 млн. Кроме того, сама компания имеет хороший доступ на рынок акционерного капитала. (стр. 3)
- Вкратце: Розничная сеть «Х5» (В1/ВВ-/NR) планирует в 2007 г. провести допэмиссию акций холдинговой компании Х5 Retail Group и привлечь около US\$200 млн. на финансирование экспансии.** Газета «Ведомости» приводит слова гендиректора компании о высокой долговой нагрузке «Х5», в частности о том, что показатель «Долг/ЕБИТДА» к концу 2006 г. может достичь 3.5-4.0х (компания приобрела сеть Меркадо, выкупила собственные акции, проч.). Мы приветствуем тот факт, что руководство «Х5» озабочено уровнем долговой нагрузки и планирует привлечение дополнительного акционерного капитала. Вместе с тем, на наш взгляд, по мере публикации результатов «Х5» за 3-й квартал и весь 2006 г. инвесторы могут разочароваться, увидев рост долговой нагрузки. В связи с этим мы не видим потенциала сужения спреда облигаций «Х5» в ближайшей перспективе. Судя по последним комментариям S&P, рейтинговое агентство знает о росте долговой нагрузки «Х5» в 2006 г. и намерено оставить рейтинг неизменным (ВВ-/Негативный), предоставив компании еще год-полтора для снижения долговой нагрузки.
- Вкратце: Правительство Москвы в 2007 г. может разместить облигации на сумму 70 млрд. руб.,** при этом стартовать размещения могут уже в январе. Однако, Москомзайм не исключает, что объем заимствований будет снижен в случае перевыполнения бюджета по доходам (RBCDaily).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.56	0	-0.20	+0.17
EMBI+ Spread, бп	194	0	+9	-51
EMBI+ Russia Spread, бп	115	0	+10	-3
Russia 30 Yield, %	5.70	-0.01	-0.17	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	6.61	-0.03	+0.03	-0.13
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	342.6	-11.4	-39.6	-147.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	55.4	-0.1	-26.9	-59.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	1.3	-	-	-
Overnight RUR, %	5.875	+1.63	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	+0.01	+0.02	-1.19
Нефть (брент), USD/барр.	59.4	-0.1	-0.5	+1.3
Индекс РТС	1713	+10	+104	+591

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Из-за Дня Благодарения в США у трейдеров еврооблигациями вчера тоже был выходной день. Торги US Treasuries не проводились вообще. Экраны облигационных брокеров Emerging Markets были пустыми.

Похоже, что неделю мы завершим достаточно спокойно, так как никаких важных данных сегодня не выходит. А в США сегодня снова короткий день.

## Рынок рублевых облигаций

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

Об окончательной нормализации ситуации с ликвидностью говорить пока рано. Вчера ставки денежного рынка вновь выросли. Открывшись на уровне 5.0-5.5%, ближе к середине дня **overnight** поднялся до 6-6.5%. Несколько необычно прошли аукционы прямого **РЕПО** с ЦБ. Если в последнее время банки занимали основную сумму на утреннем аукционе, то вчера картина была диаметрально противоположной. Утром банки взяли в **РЕПО** у ЦБ всего около 1 млрд., а вот днем привлекли 6.2 млрд. рублей. Вероятно, часть банков неточно рассчитала свои потребности в ликвидности или рассчитывала на снижение ставок МБК в середине дня.

По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ снизилась на 11.5 млрд. до 398 млрд. рублей. Оттоку ликвидности способствовал проведенный вчера Банком России аукцион по продаже **ОБР-2** с погашением в марте 2007 года. Из 10 млрд. было размещено 5.6 млрд. рублей. Средневзвешенная цена составила 98.43% (УТМ 5.23%).

Несмотря на очередное усиление напряженности на денежном рынке, на рынке облигаций сохранялся оптимистичный настрой. Котировки облигаций первого эшелона выросли на 5-10бп. Выпуск **Газпром-6** подрос более чем на 20бп. Сейчас спрэд между выпусками **Газпром-4** (УТМ 6.80%) и **Газпром-6** (УТМ 6.81%) практически отсутствует. По нашему мнению, доходность более короткого **Газпром-6** должна быть на 5-10бп ниже, т.е. он сохраняет потенциал роста котировок.

Во втором эшелоне также продолжают покупки – примерно на 10бп выросла цена выпусков **ВолгаТелеком-3** (УТМ 7.82%), **ЦТК-4** (УТМ 8.31%), **УРСИ-7** (УТМ 8.02%), **Мечел-2** (УТМ 8.31%), **ЧТПЗ-1** (УТМ 8.15%). Достаточно интересно вчера вел себя выпуск **ТАИФ-1** (УТМ 8.81%). В первой половине дня появилось достаточно большое предложение этой бумаги, и котировки сползли до отметки 99.15, но уже к концу дня выросли до 99.70. Похоже, что речь идет о выходе из выпуска одного крупного инвестора без фундаментальных причин.

В сегменте госбумаг вчера также доминировали покупатели. Цена выпуска **ОФЗ 46020** выросла на 27бп, **ОФЗ 46017** – на 13бп, **ОФЗ 46018** – на 26бп. Минфин неожиданно выразил желание провести сегодня аукцион по допразмещению «остатков» выпусков ОФЗ серий **46017** и **46020** общим номинальным объемом 2.9 млрд. рублей.

На вторичные торги вчера вышел выпуск **ХКФ Банк-4**, по итогам дня его цена сложилась на уровне 99.78 (УТМ 10.46%). На наш взгляд, это привлекательная доходность за риск иностранного банка, имеющего хорошие перспективы улучшения финансовых результатов (см. наши комментарии от 18 октября).

Мы предполагаем, что возникший в середине недели оптимизм может на время угаснуть – нам еще предстоят налоговые платежи в последние дни ноября, а бюджетные расходы не торопятся поступать в банковскую систему. В то же время, на рынке остается вера в приход большого объема ликвидности, поэтому неагрессивные покупки в расчете на предновогоднее ралли также будут иметь место.

## «Аптечная сеть 36.6» показала слабые результаты по итогам 3-го квартала

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

Слишком агрессивные темпы роста «Аптечной сети 36.6» привели к снижению рентабельности и росту объема долга. В результате показатели покрытия долга и процентов операционной прибылью до вычета амортизации (ЕБИТДА) по итогам 3-го квартала достигли опасных значений (см. табл.).

Основной причиной снижения рентабельности, по нашему мнению, является высокий уровень некапитализируемых инвестиций в открытие новых аптек или интеграцию приобретенных сетей (ребрендинг, оформление магазинов, найм и обучение персонала, проч.). Данные затраты учитываются как коммерческие и административные расходы. Кроме того, новые аптеки располагаются в регионах, где уровень платежеспособного спроса заметно ниже московского. Всего за 9 мес. 2006 г. сеть 36.6 увеличилась на 312 аптек до 757. Расширение сети финансируется компанией в основном за счет увеличения долга, объем которого к концу 3-го квартала достиг US\$196 млн.

### Ключевые финансовые показатели Аптечной сети 36.6

Млн. USD	2004	2005	6 мес. 2006	9 мес. 2006
Выручка	210	305	218	347
ЕБИТДА	18	23	9	12
Чистая прибыль	1	8	49	42
Финансовый долг	80	110	115	196
Собственный капитал	42	48	101	40
<b>Ключевые показатели</b>	<b>171</b>	<b>245</b>	<b>350</b>	<b>438</b>
ЕБИТДА margin (%)				
ЕБИТДА/проценты (x)	8.8%	7.5%	4.2%	3.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	2.3	1.5	1.4	1.1
Финансовый долг/Собственный капитал	4.4	4.8	6.3	11.9

Источник: данные компаний, оценки МДМ-Банка

Тем не менее, несмотря на то, что показатели «Долг/ЕБИТДА» и «ЕБИТДА/проценты» по итогам 9 мес. Составили 11.9x и 1.1x соответственно, компанию нельзя назвать откровенно слабым и рискованным заемщиком. По нашему мнению, слабые показатели финансовой устойчивости «Аптечной сети 36.6» компенсируются наличием у нее ликвидного актива – пакета в 50.1% акций фармацевтического производителя «Верофарм», стоимость которого исходя из рыночных котировок оценивается в US\$154 млн. Насколько мы понимаем, «36.6» продаст часть или весь принадлежащий ей пакет «Верофарма» уже в 2007 г. Это поможет существенно снизить долговую нагрузку компании.

Кроме того, акции самой «36.6» торгуются на бирже, т.е. при желании компания может достаточно быстро привлечь дополнительный акционерный капитал и укрепить кредитный профиль. Кстати, за последние пару месяцев котировки акций «36.6» выросли примерно на 15%, а капитализация компании превысила US\$400 млн. – т.е. миноритарии позитивно оценивают ее стратегию и, вероятно, ожидают роста рентабельности в будущем. Компания характеризуется высоким уровнем прозрачности и отчитывается по МСФО на ежеквартальной основе.

В настоящее время рублевый выпуск облигаций «36.6» предлагает доходность на уровне 10.4% к оферте в июле 2008 г. На наш взгляд, это справедливая доходность за кредитный риск этой розничной компании.



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
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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, 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.