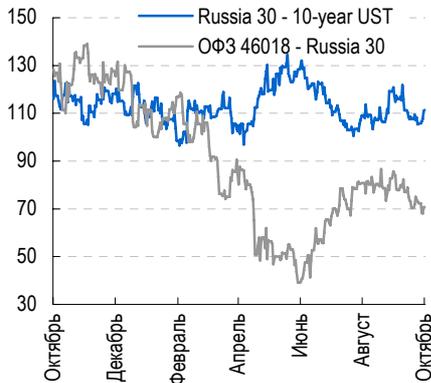
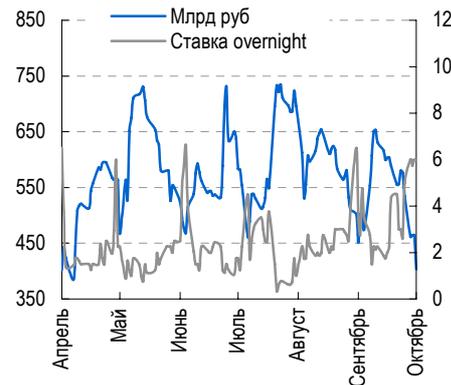


четверг, 26 октября 2006 г.

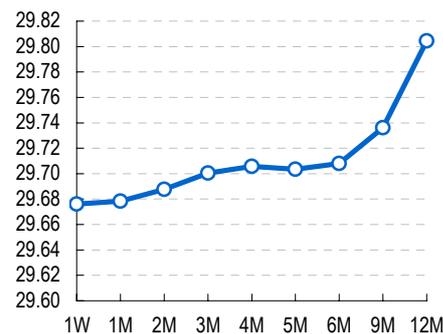
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

26 октября	Размещение рубл. обл. JFC
26 октября	Размещение рубл. обл. ЖСИ
26 октября	Размещение рубл. обл. Содружество
3 ноября	Результаты Пятерочки за 3кв. МСФО
Октябрь	Рoad-шоу CLN Дон-Строй, Сбербанк
Окт.-Ноябрь	IPO Северстали, ТМК
Ноябрь	IPO Казкоммерцбанка
Ноябрь	Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3кв.

### Рынок еврооблигаций

- **FED RATE** может остаться неизменной до середины 2007 г. – об этом говорят комментарии к решению **FOMC**. Котировки **UST** подросли, **EM** последовали за ними (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций

- Объем рублевой ликвидности продолжает сокращаться, поэтому котировки облигаций по-прежнему находятся под давлением (стр.2)

### Новости и идеи

- **JFC (S&P B-), ЖСИ (NR), Содружество (NR):** кредитные комментарии к размещению новых выпусков. (стр.3)
- **Вкратце: Роснефть (Ваа2/BB/BB+) планирует привлечь краткосрочный кредит на USD24 млрд.** для финансирования выкупа активов ЮКОСа (Источник: Dow Jones, Ведомости). На наш взгляд, столь значительное новое предложение российского квазисуверенного риска может привести к тому, что иностранные банки будут вынуждены высвобождать лимиты, продавая соответствующие активы или покупая CDS. Это может привести к кратковременному расширению спредов российских суверенных и квазисуверенных облигаций.
- **Вкратце: Президент В. Путин,** отвечая на вопросы граждан, призвал в кратчайшие сроки завершить формирование **Объединенной авиастроительной корпорации**. При этом В.Путин покритиковал за медлительность компании, участников этого процесса, и правительство. На наш взгляд, это позитивные новости для держателей долговых обязательств **Иркут** (Moody's B1) и **МиГ** (NR), а также других компаний, которые могут войти в ОАК (**НПО Сатурн (NR), Салют(NR)**). С вхождением в ОАК вероятность господдержки в отношении каждой из этих компаний, на наш взгляд, возрастет.
- **Вкратце: Агентство Fitch пересмотрело со «Стабильного» на «Позитивный» прогноз суверенного рейтинга Украины,** а также прогнозы рейтингов 5 банков (Укрэксимбанк, Банк Мрия, Укрсиббанк, ПроКредит Банк, Приватбанк). Как отмечает в своих комментариях Fitch, экономика Украины развивается достаточно динамично, в первую очередь за счет роста потребления и инвестиций. Судя по тому, что экономика «переварила» рост цены на газ до USD95 за 1000 м3, по мнению Fitch, очередное повышение до USD130 также не остановит экономическое развитие страны. Рейтинговое агентство также отмечает перспективы вступления Украины в ВТО, рост банковского сектора и сильные фискальные показатели. Мы полагаем, что действие Fitch станет первым сигналом для постепенного снижения инвесторами своих оценок в отношении кредитных рисков украинских заемщиков.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.76	-0.06	+0.18	+0.37
EMBI+ Spread, бп	184	-1	-34	-61
EMBI+ Russia Spread, бп	107	+1	-11	-11
Russia 30 Yield, %	5.87	-0.03	+0.11	+0.33
ОФЗ 46018 Yield, %	6.58	0	-0.02	-0.16
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	336.3	-45.9	+0.6	-153.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	67.2	-15.1	-56.7	-47.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-16.5	-	-	-
Overnight RUR, %	6	+0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	0	-1.28
Нефть (брент), USD/барр.	62.1	+2.2	+2.0	+4.0
Индекс РТС	1630	+21	+146	+508

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Безусловно, основным событием среды стало решение **FOMC**. Как и ожидалось, ставка **FED RATE** была оставлена неизменной (5.25%). «За» такое решение проголосовало 10 из 11 членов комитета. Все внимание было приковано к комментариям **FOMC**. В тексте пресс-релиза отмечается, что инфляционное давление, вероятно, уменьшается, а экономический рост, похоже, замедляется. Кроме того, впервые с июня 2005 года цены на энергоносители не были отмечены в качестве источника инфляционных рисков. Члены **FOMC** также дали понять, что ставка, вероятно, останется неизменной до середины 2007 года.

Первое заметное движение котировок **UST** вчера произошло еще до **FOMC**, после публикации по рынку вторичного жилья в США. На новостях о снижении продаж домов доходность **UST10** снизилась на 26п до 4.80%. После публикации заявления **FOMC** цены **US Treasuries** пошли вверх, в итоге к концу дня доходность **UST10** сократилась на 66п (YTM 4.76%), **UST2** (YTM 4.85%, -56п). Как и прежде, на наш взгляд, котировки **UST** продолжают демонстрировать высокую чувствительность к публикуемой экономической статистике. Напомним, что сегодня выходят данные продаж домов на первичном рынке в США, по количеству заказов на товары длительного пользования и по рынку труда. А завтра будут опубликованы предварительные цифры по ВВП США.

Котировки облигаций **EM** в среду подросли вслед за **US Treasuries**. Больше всех подорожали облигации Венесуэлы, котировки индикативного выпуска **Venezuela 34** выросли более, чем на 1 пп (YTM 7.27%). Поддержку котировкам облигаций Венесуэлы оказала подорожавшая нефть, цена которой выросла после выхода данных о сокращении запасов в США. **Russia 30** прибавила в цене  $\frac{1}{4}$  (YTM 5.87%, -36п), а спрэд расширился до 1116п. Мы полагаем, что расширение спрэда вызвано чисто техническими причинами (к моменту выхода решения ФРС активные торги российскими еврооблигациями уже прекратились), и сегодня котировки **Russia 30** вырастут, а спрэд вернется к уровню 106-1076п.

В корпоративном секторе активность была достаточно низкой. Рост котировок российских суверенных еврооблигаций оказал поддержку «просевшим» в начале недели выпускам: **Gazprom 34**, **GazpromBank 15**, **Airosa 14**, **Evrast 15**, **Severstal 14**, чьи котировки выросли на  $\frac{1}{8} - \frac{1}{4}$ .

Мы обращаем внимание на новость о возможном гигантском займе Роснефти, который, на наш взгляд, может привести к техническому расширению спрэдов суверенных и квазисуверенных выпусков.

## Рынок рублевых облигаций

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

Объем рублевой ликвидности продолжает сокращаться, поэтому котировки облигаций по-прежнему находятся под давлением. По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ сократилась на 61 млрд. рублей до 403.5 млрд., причиной чему послужили очередные налоговые выплаты. Ставки **МБК** вчера держались на уровне 6-7%, в этих условиях банки заняли у ЦБ в ходе аукциона прямого **РЕПО** 9.8 млрд. рублей (ставка 6.15%). Сегодня, вероятно, мы увидим более высокие цифры как по ставкам, так и по объемам **РЕПО**. Кстати, ЦБ по-прежнему не вмешивается в ход валютных торгов.

Активность торгов в среду была низкой. Во-первых, все больше бумаг уходит в **РЕПО**, во-вторых, многие воздерживались от активных действий до решения ФРС.

По итогам дня котировки **ОФЗ** остались на уровнях вторника. В первом эшелоне доминировали продавцы, котировки наиболее ликвидных выпусков снизились на 5-106п. При этом отдельные выпуски смотрелись лучше рынка, в частности, на 106п выросли котировки **ФСК-2** (YTM 7.11%); по 56п прибавили в цене **Московская область-5** (YTM 6.78%) и **Москва-36** (YTM 5.81%). Во втором эшелоне были осторожные покупки на фоне умеренной активности. Спросом пользовались выпуски **Иркут-3** и **Миг Финанс-1** после заявления президента В.Путина о необходимости ускорить формирование **ОАК**. До конца недели, мы полагаем, тенденция снижения котировок корпоративных облигаций продолжится. В начале следующей недели вероятна смена тренда в связи с ожиданиями улучшения ситуации с ликвидностью в первых числах нового месяца.

## JFC (S&P B-): кредитный комментарий к размещению нового выпуска

*Аналитики: Николай Богатый, Михаил Галкин, e-mail: Nikolay.Bogatyj@mdmbank.com*

Сегодня состоится размещение 5-летних облигаций группы JFC объемом 2 млрд. руб. с 2-летней офертой.

Группа JFC является крупнейшим российским импортером свежих фруктов, занимая 10% рынка по импорту фруктов и 25% рынка по импорту бананов. JFC располагает 8 центрами дистрибьюции и 10 современными терминалами по обработке фруктов, расположенными в крупных городах России.

Основным фактором, обеспечивающим динамичный рост бизнеса компании, являются 1) рост реальных располагаемых доходов российского населения, которое пока серьезно отстает по потреблению фруктов от ведущих европейских государств и 2) перспектива вытеснения средних и мелких игроков на рынке импортных фруктов, имеющих более слабые конкурентные позиции по сравнению с JFC.

Группа структурирована как холдинг. Эмитентом выступает ЗАО «Группа Джэй Эф Си» - холдинговая компания российской части группы, владеющая основными операционными активами. Поручитель - ЗАО «Национальная Фруктовая Корпорация Джей Эф Си» - ключевая торговая компания группы, на которой сконцентрированы основные денежные потоки. В этом смысле займ структурирован, на наш взгляд, достаточно удачно. Компания планирует совершенствовать организационную структуру. Насколько мы понимаем, в компании появляются зарубежные активы, в т.ч. производители фруктов в Южной Америке и владельцы/операторы судов.

JFC готовит отчетность по международным стандартам. В 2005г. выручка компании составила USD363 млн. долл. США (рост 5%), в то время как показатель EBITDA вырос на 59% до USD36.6 млн. В 1-м полугодии тенденция роста рентабельности на фоне достаточно стабильного объема выручки продолжилась. Это связано с тем, что в последние 1-1.5 года компания сместила акценты в своей стратегии: компания решила пожертвовать темпами роста для реструктуризации и повышения эффективности бизнеса (компания в т.ч. отказалась от продаж мелким торговцам). Результатом такой стратегии стало улучшение показателей покрытия долга. Новый выпуск компания планирует направить в основном на рефинансирование долга.

### Ключевые финансовые показатели Группы JFC

Млн. USD, МСФО	2005	6м 2006 (проект отчетности)
Выручка	363.6	196.3
EBITDA	36.6	33.5
Чистая прибыль	13.4	16.8
Чистый долг	128.0	154.4
<b>Ключевые показатели</b>		
Рентабельность EBITDA	10.1%	17.1%
Чистый долг / EBITDA годовая	3.5	2.3
EBITDA / процентные платежи	2.7	3.9
Чистый долг / капитал	2.5	1.9

*Источник: данные компании, оценки МДМ Банка*

В данный момент в обращении находится рублевый выпуск облигаций JFC, доходность по которому составляет около 8.5-8.75% к оферте в декабре 2006 г. Выпуск CLN компании с погашением в апреле 2007 г. торгуется с доходностью около 9.0%. На наш взгляд, справедливая доходность нового выпуска составляет 9.50-9.75%.

## Жилсоцпотеха (NR): кредитный комментарий к размещению нового выпуска

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

Сегодня состоится размещение 3-летних облигаций ООО «Жилсоцпотеха-Финанс» объемом 600 млн. руб. с офертой через 1.5 года. Поручителем по займу выступает «Фонд Жилищная Социальная Ипотека».

Это достаточно редкий выпуск облигаций в пользу некоммерческой организации, которой по своей организационно-правовой форме является «Жилсоцпотеха».

ЖСИ – небольшая пока организация активами на середину 2006 г. около 3 млрд. руб. и капиталом в 165 млн. руб. Единственным учредителем фонда является ОАО «РЖД». Основной мандат ЖСИ – финансирование в качестве инвестора, соинвестора, заказчика строительства жилья в рамках выполнения социальных программ ОАО «РЖД».

Как самостоятельный заемщик (stand-alone) ЖСИ, безусловно, крайне слаб. В данном случае главным фактором поддержки является то, что ЖСИ является дочкой РЖД (А3/BBB-/BBB+) – одной из самых сильных российских корпораций по уровню кредитоспособности. На наш взгляд, вероятность того, что РЖД допустит дефолт своей дочерней компании, занимающейся выполнением такой социально важной функции, очень невелика.

В некоторой степени аналогом ЖСИ могут служить такие компании как МИА (стратегически важная дочка Правительства Москвы) и МОИА/МОИТК (стратегически важные «дочки» Мособласти)

Справедливый уровень спреда по выпуску ЖСИ над кривой РЖД с учетом крайне низкой ликвидности выпуска мы оцениваем в 250-300бп (доходность 8.75%-9.25%). В то же время, организатор ориентирует инвесторов на доходность в 11.0-11.5%. В связи с этим мы рассматриваем выпуск ЖСИ как привлекательную инвестиционную возможность.

## ГК Содружество (NR): кредитный комментарий к размещению нового выпуска

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

Сегодня состоится размещение 3-летних облигаций ООО «Содружество-Финанс» объемом 2.5 млрд. руб.

ГК Содружество является лидером российского рынка кормовых компонентов для сельскохозяйственных животных.

Поручителями по облигационному выпуску выступают United Trading A/S, холдинговая компания группы, Содружество-Регионы, основная сбытовая компания на территории России, а также Содружество-Соя, основной маслоэкстракционный завод.

По данным отчетности, составленной по МСФО, по итогам 2005/2006 финансового года выручка составила более USD290 млн, EBITDA margin – 11%, показатель Долг/EBITDA – 3.1x.

Содружество, на наш взгляд, выглядит достаточно привлекательно по сравнению с большинством представителей с/х на российском рынке облигаций и вот по каким причинам: 1) компания достаточно прозрачна, имеет стройную юридическую структуру, отчетность по МСФО, раскрывает конечных бенефициаров. 2) финансовое положение компании достаточно устойчиво, более того, с запуском в декабре 2006 г. крупнейшего завода по производству сои все основные финансовые показатели должны серьезно улучшиться. Организатор ориентирует рынок на доходность в 10.5-11.0% по дебютному 3-летнему выпуску компании. На наш взгляд, такая доходность предполагает неплохой ценовой upside в случае, если Содружество продемонстрирует заявленное улучшение финансовых результатов.



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.Bogatyi@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, 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.