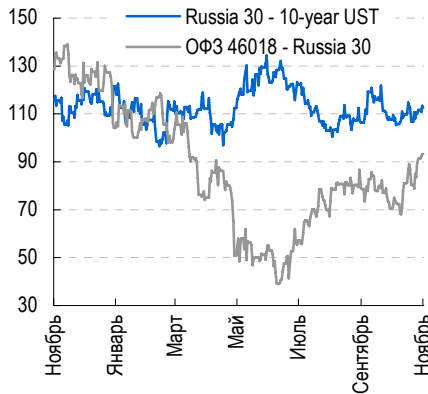
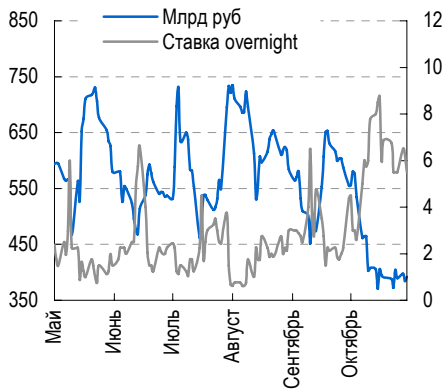


среда, 15 ноября 2006 г.

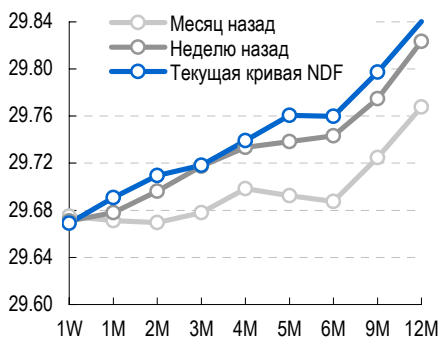
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

15 ноября	Размещ. руб. обл. Банк Зенит, МЗБ
15 ноября	Размещ. руб. обл. Тверской обл.
15 ноября	Размещ. руб. обл. ТехноНиколь, ПТПА
16 ноября	Данные по CPI, Jobless Claims в США
16 ноября	Размещ. руб. обл. ПАВА, Атлант-М
21 ноября	Размещ. руб. обл. Тензор-Финанс
15 ноября	Размещ. руб. обл. Парнас-М
23 ноября	Рез-ты 36.6 за 9 мес. 2006 г.
Ноябрь	Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3 кв.

### Рынок еврооблигаций

- UST выросли на слабой статистике. Российский сегмент чуть отстает
- На первичном рынке новости по выпускам Украины и Газпрома (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Пока все по-прежнему. Ликвидности все нет, как нет и агрессивных продаж
- Сегодня на первичном рынке интересны размещения ОФЗ и Банка Зенит (стр. 2)

### Новости и идеи

- **Вкратце: Генпрокуратура РФ возбудила уголовные дела в отношении руководителей двух «дочек» Русснефти.** Ключевые операционные компании Русснефти, выступающие поручителями по выпуску облигаций, не фигурируют в рамках данных уголовных дел, поэтому пока мы не видим серьезной угрозы дефолта. Тем не менее, мы ожидаем, что инвесторы предпочтут закрыть лимиты на Русснефть, поэтому допускаем достаточно резкое снижение котировок.
- **Группа Амтел-Фредештайн отчиталась за 9 месяцев по МСФО.** Компания остается убыточной, а долговая нагрузка – очень высокой. Тем не менее, руководство заявляет, что избежит нарушение ковенанты выпуска CLN по итогам 2006 г., а также привлечет кредит Сбербанка под 10% годовых в рублях. (стр. 3).
- **Вкратце: Казахстан (Ваа2/ВВВ-ВВВ) рассматривает возможность покупки акций НКХ (В2/НР/В+).** Премьер-министр Казахстана упомянул об этом как об одном из способов создать канал сбыта и переработки растущих объемов производимого в Казахстане газа. В случае, если такая сделка состоится, на наш взгляд, она будет позитивно воспринята кредиторами НКХ. Напомним, что пока главной «интригой» вокруг НКХ остается вопрос о гигантской допэмиссии акций, которая может быть одобрена или отклонена на собрании акционеров 11 декабря (см. Утренний комментарий от 31 октября).
- **Вкратце: Группа Danone (A1/A+/NR) увеличила свой пакет акций в ВБД (В2/В+/NR) с 9.9% до 12.9%.** Мы полагаем, что это могло произойти в ходе недавнего вторичного размещения 10% акций, принадлежавших основателям и менеджменту ВБД. На наш взгляд, вряд ли речь идет о скорых намерениях Danone поглотить ВБД. Пока Danone, похоже, устраивает позиция портфельного инвестора, способного контролировать то, что происходит у его главного конкурента на молочном рынке. В то же время, мы считаем, что в случае возникновения у ВБД финансовых затруднений Danone согласился бы приобрести контроль над ВБД по привлекательной цене.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА (на вчерашний день)

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.56	-0.05	-0.24	+0.17
EMBI+ Spread, бп	191	+1	+3	-54
EMBI+ Russia Spread, бп	114	+2	+8	-4
Russia 30 Yield, %	5.70	-0.02	-0.18	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	6.63	-0.01	+0.04	-0.11
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	327.2	+6.8	-28.0	-163.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	64.8	+1.1	-157.7	-49.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	7.7	-	-	-
Overnight RUR, %	5.5	-0.75	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	-0.03	-1.21
Нефть (брент), USD/барр.	58.8	-0.3	-0.7	+0.7
Индекс РТС	1700	-5	+90	+578

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Вчера **US Treasuries** отреагировали ростом на публикацию данных о более резком, чем ожидалось, снижении цен производителей (PPI) в октябре, а также слабых розничных продажах. В течение дня доходность **UST10** опускалась ниже психологической отметки в 4.55%, скорректировавшись по итогам дня до 4.56% (**UST2** - 4.74%, -2юп).

Облигации **Emerging Markets** с поддержали рост UST. Выпуски **Brazil 40** (YTM 8.16%) и **Mexico 33** (YTM 6.10%) подорожали на 1/2 до максимальных значений с марта, а облигации **Turkey 34** (YTM 7.37%) выросли на 5/16. Спрэд EMBI+ остался практически без изменений – 1916п (+16п). Российские еврооблигации не смогли поддержать предложенный темп. Несмотря на то, что в течение дня котировки **Russia 30** доходили до 112 13/16, к концу дня они скорректировались до 112 5/8 (YTM 5.70%). Спрэд расширился до 1146п (+26п).

Корпоративные еврооблигации практически не отреагировали на рост. По итогам дня котировки большинства выпусков остались на прежних уровнях.

На первичном рынке Украина вышла с новым 10-летним выпуском еврооблигаций, price-talk UST10 + 2006п (YTM 6.56%). Сейчас выпуск **Ukraine 13** торгуется на уровне 6.17% по доходности, это предполагает спрэд к кривой UST на уровне 155-160бп. Таким образом, спрэд между **Ukraine 16** и **Ukraine 13** составит около 40бп, что, на наш взгляд, является слишком широким значением. На наш взгляд, справедливый спрэд нового выпуска к UST – около 180бп.

**Газпром** подтвердил, что в рамках нового выпуска будет делать два транша – в долларах и евро. Объемы каждого транша должны быть достаточно крупными (benchmark size). Закрытие книг ожидается в четверг и пятницу на этой неделе.

Сегодня участники рынка будут ждать выхода стенограммы октябрьского заседания **FOMC**. Мы предполагаем, что российские еврооблигации, в т.ч. «корпоративки» сегодня попытаются отыграть вчерашнее расширение спреда.

## Рынок рублевых облигаций

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

Вчерашний день существенно не отличался от понедельника. Ставки overnight находились на уровне 5-6%. Банки постепенно сокращают объем операций прямого **РЕПО** с ЦБ – вчера он составил 12.6 млрд. руб. (против 22.4 млрд. в понедельник). По состоянию на сегодняшнее утро корсчета и депозиты банков в ЦБ подросли до 392 млрд. рублей (+7.9 млрд.).

В сегменте госбумаг активность вчера была минимальной. Похоже, что те, кто хотел продать ОФЗ, уже сделали это, а у остальных бумаги находятся в РЕПО. Объем торгов составил всего 188.5 млн. рублей. В преддверии сегодняшнего аукциона продолжились продажи **ОФЗ 46020** и **ОФЗ 46017**, их котировки снизились на 15-20бп. На наш взгляд, сегодня Минфин вынужден будет предложить инвесторам премию, для того, чтобы разместить весь заявленный объем (10+8 млрд.). Напомним, что на сегодня приходится выплата купонов по ОФЗ на общую сумму около 4 млрд.

В корпоративном секторе мы наблюдаем неактивные продажи в первом эшелоне – выпуски **ГидроОГК-1**, **ФСК-3**, **Москва-39**, **Россельхозбанк-2**, **Газпром-4** во вторник потеряли в цене около 5бп. На фоне общего снижения участники рынка проявили интерес к выпуску **Газпром-6**, спрэд которого к близкому по дюрации **Газпром-4** практически исчез.

Во втором эшелоне также нет каких-либо заметных движений. Отметим рост котировок облигаций **Якутия-7** (+44бп), который вчера был включен в котировальный список А1. Сегодня утром появились агрессивные продажи в выпуске **Русснефть-1** (котировки упали со 101.5 до 99.5). См. наш короткий комментарий на 1-й странице.

Из первичных размещений, намеченных на сегодня, обращаем внимание на выпуск Банка Зенит (В1/В) 3-й серии, по которому предусмотрена годовая оферта. Банком был озвучен диапазон доходности 8.3-8.6%. Похоже, что банк готов пойти на предоставление премии к своей рублевой кривой доходности в размере 30-40бп. На наш взгляд, участие в этом размещении может быть интересным. Мы ожидаем высокий спрос со стороны иностранных инвесторов.

## Амтел-Фредештайн (NR) отчитался за 9 мес., говорит, что не нарушит ковенанту

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

Финансовое положение группы Амтел-Фредештайн (Амтел) остается достаточно сложным. Возросший после серии поглощений объем долга в сочетании со снизившейся из-за роста цен на сырье рентабельностью привел к тому, что показатели долговой нагрузки стали очень высокими. Компания уже попала в «долговую яму», т.к. практически вся операционная прибыль направляется на обслуживание долга (см. Табл.).

В соответствии с последней редакцией ковенант выпуска CLN Амтела, соотношение финансового долга к выручке не должно превышать 0.7х. Сама компания в пресс-релизе к результатам за 9 мес. указывает, что по итогам всего года ожидает выручку на уровне USD800 млн. В то же время, финансовый долг компании на конец года превысит USD600 млн. («Долг/Выручка» более 0.75х). Любопытно, что гендиректор Амтела, обсуждая ковенанту, утверждает, что компания избежит ее нарушения, и ссылается на то, что выручка pro forma в 2006 г. превысит USD1 млрд. (Источник: Интерфакс). Насколько мы понимаем, при расчете финансовых ковенант обычно используются все же не данные pro forma, а обычные консолидированные данные. Мы постараемся уточнить, как это сформулировано в документации к CLN Амтела.

Гендиректор компании также заявил, что Амтел в ближайшее время договорится со Сбербанком о рублевом кредите в объеме 1.6 млрд. под ставку 10% годовых. На наш взгляд, держателям облигаций и CLN вряд ли стоит ориентироваться на эту ставку. Кредит, вероятно, будет обеспеченным. На наш взгляд, справедливая оценка необеспеченного кредитного риска Амтела находится гораздо выше.

### Ключевые финансовые показатели Амтел-Фредештайн

Млн. USD, МСФО	6 мес. 2006	9 мес. 2006	2006-оценка руководства
Выручка	350	548	800
ЕБИТДА	42	64	100
Чистая прибыль	(15)	(7)	(10-12)
Финансовый долг (включая лизинг)		608	
Чистый финансовый долг		592	637
<b>Ключевые показатели</b>			
Рентабельность ЕБИТДА		11.6%	12.5%
Чистый финансовый долг / ЕБИТДА годовая		6.9x	6.4x
Чистый финансовый долг / Выручка годовая		0.81x	0.80x

*Источник: данные компании, оценка МДМ Банка*

Публичные долговые инструменты Амтела – рублевый выпуск ЭйВи-1 с погашением в ноябре 2007 г. (1.2 млрд., купон 8%) и CLN Amtel 2007 с погашением в июле 2007 г. (USD175млн., купон 9.25%) – крайне неликвидны, поэтому их доходность в настоящий момент определить достаточно сложно. Мы рекомендуем инвесторам по возможности избегать увеличения позиций в данных инструментах.



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.