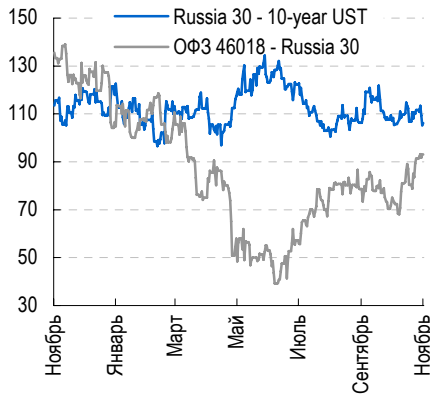
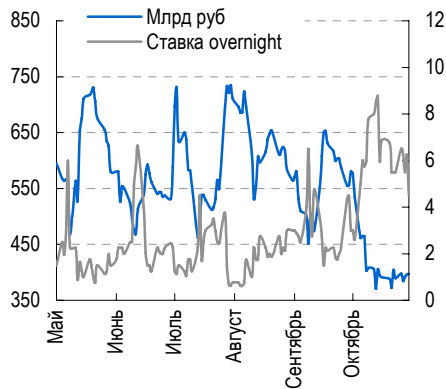


пятница, 17 ноября 2006 г.

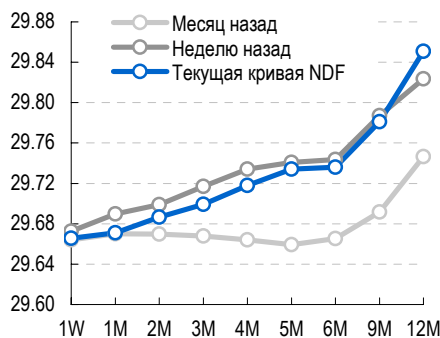
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

|           |                                      |
|-----------|--------------------------------------|
| 17 ноября | Статистика по рынку жилья в США      |
| 21 ноября | Рез-ты 7К за 9 мес. 2006 г.          |
| 20 ноября | Данные Leading Indicators в США      |
| 21 ноября | Размещ. руб. обл. Тензор-Финанс      |
| 22 ноября | Размещ. руб. обл. ОХЗ-Инвест         |
| 22 ноября | Статист. по рынку труда, жилья в США |
| 23 ноября | Размещ. руб. обл. Парнас-М           |
| 23 ноября | Рез-ты 36.6 за 9 мес. 2006 г.        |
| Ноябрь    | Рез-ты Газпрома, МТС, Магнита        |

### Рынок еврооблигаций

- Котировки **UST** не готовы расти, несмотря на очередную порцию данных о низкой инфляции в США. Похоже, доходности достигли локального минимума
- В российском сегменте интересен новый суборд. выпуск **Русского Стандарта** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- На рублевом рынке оптимизм без видимых причин. Вероятно, по мере приближения декабря усиливаются ожидания прихода бюджетных денег (стр. 2)

### Новости и идеи

- Вчера в офисах компании Протек (NR) прошли обыски и выемки документов** в рамках уголовного дела против чиновников Федерального фонда обязательного медицинского страхования (Источник: Коммерсантъ). По всей видимости, речь идет о возможных нарушениях в реализации госпрограммы дополнительного лекарственного обеспечения (стр. 2)
- Вкратце: Основной акционер розничной сети ДИКСИ (NR) Олег Леонов планирует выкупить у фондов Citigroup часть принадлежащего им пакета акций компании.** Покупку предполагается финансировать за счет привлечения кредитов под залог акций. Г-н Леонов рассчитывает, что в результате сделки улучшится отчетность компании, в которой обязательства перед фондами о выкупе их доли в случае неудачи с IPO отражены как финансовый долг. На наш взгляд, сделка практически не повлияет на кредитоспособность ДИКСИ. Компания сократит объем своих условных обязательств, при этом резко увеличится долговая нагрузка основного акционера. Даже без этих обязательств к концу 2006 г. показатель Долг/ЕБИТДА для ДИКСИ составит, по нашим оценкам, около 6.0х. На наш взгляд, основная проблема компании – качество управления. Прогнозы и оценки руководства ДИКСИ регулярно были лучше фактических результатов. Компания отстает от конкурентов по темпам роста и рентабельности.
- Вкратце: ВБД (В2/В+/NR) завершил сделку по приобретению Очаковского молочного завода.** Насколько мы понимаем, компания уже давно готовила данную сделку, получив разрешение антимонопольных органов еще в мае. На 1 июля 2006 г. объем денежных средств на балансе ВБД превышал USD70 млн. По нашим оценкам, покупка Очаковского обошлась компании не более чем в USD60 млн., т.е. сделка вряд ли приведет к росту объема долга ВБД. По итогам 1-го полугодия показатель «Долг/ЕБИТДА» у ВБД составлял 1.6х.
- Вкратце: Инфляция в России в январе-ноябре 2006 составит 8.0-8.2%,** а по итогам года не превысит 9.0%, сказал первый зампред ЦБ А.Улюкаев. На наш взгляд, успехи ЦБ в сдерживании инфляции уменьшают вероятность номинального укрепления рубля к корзине.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Закрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
|                          |          | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 4.67     | +0.05     | -0.09   | +0.28         |
| EMBI+ Spread, бп         | 186      | -2        | 0       | -59           |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 108      | -2        | +1      | -10           |
| Russia 30 Yield, %       | 5.72     | +0.01     | -0.12   | +0.18         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.65     | +0.02     | +0.07   | -0.09         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 337.9    | +0.7      | -45.1   | -152.3        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 58.9     | -0.3      | -138.2  | -55.8         |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | -19.6    | -         | -       | -             |
| Overnight RUR, %         | 4.5      | -1.75     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.66    | 0         | -0.01   | -1.21         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 58.5     | -1.0      | -2.4    | +0.4          |
| Индекс РТС               | 1713     | +7        | +104    | +591          |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Вчерашние данные по индексу потребительских цен (CPI) в США оказались заметно ниже консенсус-прогнозов. Котировки US Treasuries сначала рванули вверх, а доходность 10-летнего выпуска в какой-то момент снизилась до 4.56%. Однако, затем началась коррекция, и по итогам дня доходность **UST** выросла - **UST10** – до 4.67%, **UST2** – до 4.85%. На наш взгляд, это свидетельствует о достижении US Treasuries локального минимума по доходности. Действительно, текущие котировки уже отражают ожидания замедления экономического роста и снижение ставки FED RATE. Возможно, дальнейшему росту котировок «мешают» опубликованные на этой неделе комментарии к октябрьскому заседанию **FOMC**, в которых члены комитета вновь заострили внимание на инфляционных рисках.

Спрэд **EMBI+** вчера сузился на 2бп до 186бп – облигации Emerging Markets вчера традиционно с неохотой реагировали на колебания в UST. Котировки **Russia 30** (YTM 5.72%) к закрытию стояли на уровне 112 1/8-112 1/4, а спрэд к **UST10** сократился до 108-109бп. Сегодня выпуск **Russia 30** открылся на уровне 112 1/2 - 112 3/8.

В корпоративных выпусках мы отметили неагрессивную фиксацию прибыли. Котировки большинства выпусков снизились на 1/16-1/8.

На первичном рынке вчера **Банк Русский Стандарт** объявил price-talk по своему новому субординированному выпуску (10 лет, колл-опцион через 5 лет и рост купона с 6-го года). Индикация по купону на первые 5 лет – 9.50%-9.75%. Мы считаем эти уровни достаточно привлекательными. Доходность аналогичного выпуска **RUSB 15\_10** сейчас составляет около 9.10%. В целом нам нравятся субординированные выпуски российских банков. Они предлагают хорошую премию к старшим (senior) выпускам. При этом, на наш взгляд, для российских банков, активно секьюритизирующих активы или привлекающих депозиты населения, в случае банкротства показатель recovery по старшим выпускам будет не намного отличаться от этого показателя по субординированным обязательствам. **Газпром** подтвердил индикацию по своим 10-летним траншам в USD (MS+110) и EUR (MS+118). Сделка будет закрыта сегодня. После более внимательного анализа мы пришли к выводу, что индикация по доходности не предполагает сколь-нибудь значительной премии к кривым Газпрома в USD и EUR (не более 3-4бп).

Сегодня в США выходит статистика по рынку жилья. На наш взгляд, рост котировок US Treasuries будет более охотно снижаться, чем расти.

## Рынок рублевых облигаций

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

Вчера на рублевом рынке впервые появились признаки смены настроения. Вероятно, по мере приближения декабря усиливаются ожидания прихода бюджетных денег. Так или иначе, вчера мы увидели активные покупки. Котировки длинных ОФЗ выросли на 20-25бп. В первом эшелоне (**ФСК-2, ФСК-3, Москва-44, Москва-39, ГидроОГК-1, РЖД-6, Газпром-4**) рост котировок составил 10-15бп.

Облигации второго эшелона пока не спешат расти. На месте остались котировки телекомов Связьинвеста. По-прежнему негативная динамика характерна для выпуска **Русснефть-1**, цена которого вчера все-таки снизилась ниже номинала (99.80). Отметим также снижение на 20бп котировок **Мосэнерго-2**.

Сумма корсчетов и депозитов в ЦБ сегодня утром практически не изменилась – 396.4 млрд. рублей (+0.4 млрд.). Ставки на межбанковском рынке остаются около отметки в 6%, банки все еще не могут отказаться от операций РЕПО с ЦБ (вчера привлечено 24 млрд. рублей). Объем покупок валюты Центробанком вчера, по нашим оценкам, составил около USD100 млн.

Мы полагаем, что сегодня день будет достаточно спокойным. В отсутствие изменений ситуации с рублевой ликвидностью цены большинства выпусков существенно не изменятся, при этом активность будет низкой.

## В офисах компании Протек (NR) прошли обыски и выемки документов

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

Вчера в офисах компании Протек (NR) прошли обыски и выемки документов в рамках уголовного дела против чиновников Федерального фонда обязательного медицинского страхования (Источник: Коммерсантъ). По всей видимости, речь идет о возможных нарушениях в реализации госпрограммы дополнительного лекарственного обеспечения (ДЛО). По нашим оценкам, от участия в программе ДЛО Протек генерирует около 20-25% выручки.

В своем кредитном комментарии к размещению облигаций Протека от 8 ноября мы указывали на риски регулирования, характерные для Протека как крупнейшего оптового оператора на российском фармацевтическом рынке. Поддержание столь значительной рыночной доли вряд ли возможно без «особых» отношений с регулятором. При этом характер таких отношений, безусловно, может меняться, что обуславливает высокие риски.

Мы полагаем, что данная история может привести к частичному перераспределению российского рынка дистрибуции фармацевтических препаратов и ослаблению рыночных позиций Протека. Однако, на данном этапе ситуация не выглядит драматической для кредиторов компании. Протек имеет мощную инфраструктуру дистрибуции, собственное производство и небольшую розничную сеть. Финансовые показатели Протека указывают на наличие у компании «запаса прочности». Мы будем следить за развитием ситуации. Мы считаем, что новости в любом случае должны привести к переоценке инвесторами кредитного профиля компании.

Облигационный выпуск Протек Финанс-1 объемом 5 млрд. руб. разместился на прошлой неделе с доходностью к трехлетней оферте на уровне 9.10%, что существенно выше данных нами оценок справедливой доходности (9.75%-10.0%). В случае наличия «на форвардах» какой-то ликвидности мы ожидаем продажи в выпуске.

### Ключевые финансовые показатели группы Протек

| Млн. USD                            | Протек  | Протек  | Протек      |
|-------------------------------------|---------|---------|-------------|
|                                     | 2004    | 2005    | 6 мес. 2006 |
| Выручка                             | 1 222.4 | 1 862.7 | 1 026.0     |
| ЕБИТДА                              | 88.9    | 150.1   | 53.0        |
| Чистая прибыль                      | 55.6    | 95.6    | 41.9        |
| Финансовый долг                     | 26.1    | 83.1    | 86.2        |
| Собственный капитал                 | 128.7   | 217.0   | 272.7       |
| <b>Ключевые показатели</b>          |         |         |             |
| ЕБИТДА margin (%)                   | 7.3%    | 8.1%    | 5.2%        |
| ЕБИТДА/проценты (x)                 | 12.0    | 22.3    | -           |
| Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)  | 0.3     | 0.6     | 0.8         |
| Финансовый долг/Собственный капитал | 0.2     | 0.4     | 0.3         |

Источник: данные компаний, оценки МДМ-Банка



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, 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.