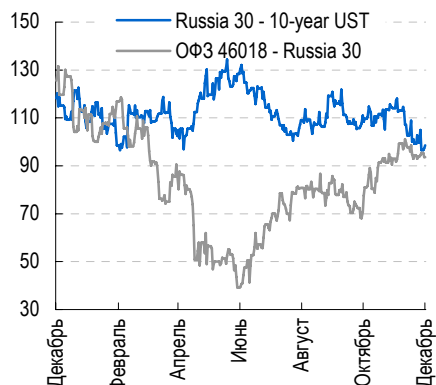


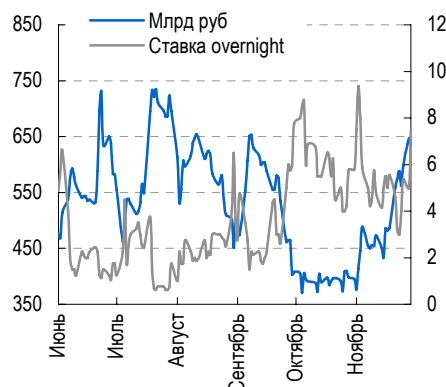
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 26 декабря 2006 г.

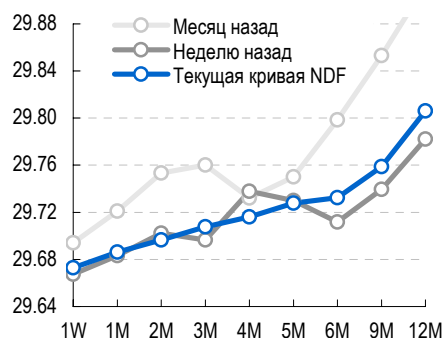
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 декабря	Размещение обл. Экспобанк, Концерн КАРО, КАРАТ, ВМУ-Финанс
27 декабря	Размещение обл. Золото Селигдара, РИГрупп, СТОУН-Финанс
27 декабря	New Home Sales в США
28 декабря	Consumer Confidence, Existing Home Sales в США
28 декабря	Налог на прибыль

Рынок еврооблигаций

- В понедельник рынки были закрыты в связи с католическим Рождеством. Сегодня рынок **US Treasuries** вновь откроется. Активность в **Emerging Markets** и российском сегменте будет минимальной из-за выходного дня в Лондоне (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Приток ликвидности от продаж валюты в ЦБ в пятницу и в понедельник должен компенсировать отток, связанный со вчерашними налоговыми платежами.
- В рублевых облигациях все больше нерыночных сделок «sell/buy» (стр. 2)

Новости и идеи

- ОАО «Воскресенские минеральные удобрения» - кредитный комментарий перед размещением.** Среди слабостей кредитного профиля ВМУ мы отмечаем высокую зависимость от одного поставщика, снижающуюся рентабельность, вероятный рост долговой нагрузки и «туманность» целей использования средств займа. Вместе с тем, поддержку кредитоспособности ВМУ обеспечивают такие важные факторы как фундаментальная привлекательность компании для крупнейших игроков в отрасли, простая юридическая структура и высокая капитализированность бизнеса. (стр. 3).
- Вкратце: Производитель мороженого Инмарко (NR)** может провести частное размещение 30% акций и привлечь около USD100 млн., сообщает Рейтер со ссылкой на источник в банковских кругах. По нашему мнению, такая сделка привела бы к существенному укреплению кредитного профиля компании. Выпуск Инмарко-1 торгуется с доходностью около 10.8%.
- Вкратце: Вчера прокуратура Москвы сняла обвинения с зам.гендиректора госкорпорации МиГ (NR) С.Цивилева.** По нашему мнению, данный эпизод в любом случае не оказал бы никакого влияния на кредитоспособность компаний МиГ и Иркут (B1 от Moody's). См. также комментарий от 21 декабря.
- Вкратце: Fitch изменило прогноз рейтинга Республики Карелия (B+)** со «Стабильного» на «Позитивный» вследствие улучшения бюджетных показателей.
- Вкратце: Рейтинги еврооблигаций казахстанского Темирбанка были повышены** агентством Fitch на 3 ступени (с B- до BB-), а агентством Moody's – на 4 ступени (с B1 до Baa3) после новостей о поглощении Темирбанка Банком ТуранАлем. Теперь рейтинги Темирбанка по версии двух агентств на 2 ступени ниже рейтингов ТуранАлема.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.62	0	+0.07	+0.23
EMBI+ Spread, бп	173	0	-23	-72
EMBI+ Russia Spread, бп	95	0	-22	-23
Russia 30 Yield, %	5.59	0	-0.10	+0.05
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	-0.01	-0.09	-0.21
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	572.5	+12.6	+229.9	+82.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	61.6	-25.2	+6.2	-53.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	5.2	-	-	-
Overnight RUR, %	7.5	+2.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	-0.02	-1.21
Нефть (брент), USD/барр.	62.4	-0.8	+2.4	+4.3
Индекс РТС	1852	-10	+129	+730

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В понедельник рынки были закрыты в связи с католическим Рождеством. Сегодня рынок **US Treasuries** вновь откроется. Активность в **Emerging Markets** и российском сегменте будет минимальной из-за выходного дня в Лондоне.

Рынок рублевых облигаций

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

Уплата **акцизов** и **НДПИ** потребовала от банковской системы не менее 100 млрд. руб. Богатые ликвидностью банки стремились удерживать ставки МБК на как можно более высоком уровне, пользуясь тем, что испытывающие дефицит рублей финансовые институты не могли пополнить ликвидность за счет валютного рынка (вчера ЦБ расчеты с банками не проводил, не было валютного свопа). В результате ставки overnight находились на уровне 7-8%, а через прямое РЕПО ЦБ банки привлекли почти 92 млрд. При этом сегодня банки смогут погасить эту задолженность за счет пятничных и вчерашних продаж валюты в ЦБ общим объемом около USD3.0-3.5 млрд. (tom с расчетами во вторник, т.е. сегодня). Сегодня мы ожидаем снижения ставок overnight до 5-6%.

На рынке рублевых облигаций активность вчера была достаточно умеренной. Картину рынка серьезно искажают нерыночные сделки типа «sell/buy», которых становится все больше перед самой важной отчетной датой.

В сегменте госбумаг котировки большинства выпусков либо остались на месте, либо немного снизились (в пределах 5-10бп). Чуть лучше других смотрелся выпуск **ОФЗ 46017** (УТМ 6.51%), котировки которого даже выросли на 2бп. На наш взгляд, **46017** смотрится привлекательно на фоне несколько перекупленного **46018** (УТМ 6.52%), имеющего заметно более длинную дюрацию.

В выпусках первого эшелона мы обратили внимание на высокую активность в облигациях Мособласти. Причем, в выпусках **Мособласть-4** (УТМ 6.78%) и **Мособласть-5** (УТМ 6.71%) ощущалось предложение, а вот выпуск **Мособласть-6** (УТМ 7.03%), напротив, достаточно, активно покупали (+6бп). В результате спред между Мособласть-4 и чуть более длинным Мособласть-6 стал положительным, что нелогично.

Вчера на вторичные торги вышел выпуск **Новосибирск-4** (УТМ 8.50%), к концу торговой сессии его цена выросла до 100.80. Мы считаем, что эти облигации по-прежнему смотрятся привлекательно по сравнению с более коротким **Новосибирск-3** (УТМ 7.40%). Справедливую доходность Новосибирск-4 мы оцениваем на уровне 8.00-8.10% (цена 102.0), и полагаем, что этот выпуск присоединится к 3-му в котировальном списке А1. Напомним, что пока 4-й выпуск малоликвиден, но после доразмещения еще 1.2 млрд. в первом квартале 2007 года его ликвидность должна возрасти.

В корпоративных облигациях 2-го эшелона оказался под давлением выпуск **Мечел-2** (УТМ 8.24%), который потерял в цене около 20бп. Пока никак не отреагировали на новость о присвоении рейтинга облигации Миракс Групп (**Миракс-2** УТМ 11.09%).

ВМУ (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ООО «ВМУ-Финанс» объемом 1.5 млрд. руб. и сроком на 3 года с годовой офертой. Поручителем по займу выступает ОАО «Воскресенские минеральные удобрения» (ВМУ).

ВМУ является одним из крупных производителей минеральных удобрений (около 10% всего российского производства). Около 80% продукции компании экспортируется. Производственные мощности ВМУ расположены в г. Воскресенске Московской области. Неподалеку расположено крупное месторождение фосфоритов (основное сырье). Эффективными акционерами компании являются группа Фосагро (49.75%) и группа «Агропродмир» (47.88%).

Мы бы хотели отметить следующие слабости кредитного профиля ВМУ:

- 1) **Высокая зависимость от одного поставщика** – компании Апатит, которая обеспечивает более 80% поставок сырья на ВМУ. Собственная сырьевая база ВМУ в будущем сможет покрывать лишь около 15% потребностей. Такие сильные переговорные позиции поставщика обуславливают риск необоснованного роста цен на сырье. Вместе с тем, нас не очень смущает тот факт, что Апатит имеет очень большие налоговые претензии – риск прекращения поставок с Апатита мы оцениваем как низкий даже в случае банкротства предприятия.
- 2) **Снижающаяся рентабельность**. Насколько мы понимаем, одной из основных причин является рост цен на природный газ (также важное сырье) и укрепление рубля (основа выручки ВМУ – экспорт).
- 3) **Вероятный рост долговой нагрузки после размещения облигационного займа, туманные цели использования средств займа и агрессивные финансовые прогнозы**, представленные в меморандуме. Компания привлекает более USD50 млн., в то время как свои ежегодные инвестиционные потребности оценивает примерно в USD10 млн. Одной из целей займа названа «оптимизация корпоративной структуры». Мы предполагаем, что речь может идти о каких-то сделках M&A. Компания также достаточно агрессивна в своих финансовых прогнозах на последующие периоды. ВМУ ожидает более чем 50%-ный рост выручки и опережающий рост рентабельности, обосновывая это эффектом от модернизации и увеличения загрузки мощностей.
- 4) **Риск неблагоприятных для компании действий гос. органов**, в т.ч. риск появления налоговых претензий. Безусловно, такой риск существует в отношении всех российских частных корпораций. На наш взгляд, он чуть выше для активов, которые контролировались или контролируются группой МЕНАТЕП.

В то же время, у кредитного профиля ВМУ есть целый ряд важных позитивных характеристик:

- 1) **Фундаментальная привлекательность предприятия**. На наш взгляд, в случае возникновения финансовых затруднений компания будет интересна как объект поглощения крупным нефтехимическим компаниям (Еврохим, Сибур, Акрон). Компания располагает мощным производственным комплексом, крупным месторождением фосфоритов, земельными участками в Московской области.
- 2) **Простая юридическая структура, высокая капитализированность баланса и низкий объем обеспеченного долга**. Практически все активы, обязательства и денежные потоки сконцентрированы на одном предприятии – ОАО «ВМУ». Более того, дочерние компании ЗАО «Кормофос» и ЗАО «ГОП» были недавно присоединены к ОАО «ВМУ». Простая юридическая структура снижает риски вывода активов и упрощает анализ, который можно делать на основе регулярной отчетности по РСБУ. На конец 3-го квартала объем обеспеченного долга ВМУ составлял лишь 100 млн. руб. Собственный капитал компании приближается к 2 млрд. руб.

На наш взгляд, ВМУ следует сравнивать с российскими промышленными компаниями. Наиболее близкой и удобной для сравнения мы считаем группу Акрон/Дорогобуж, облигации которой в настоящее время торгуются с доходностью около 8.8% к погашению через полтора года. По нашим оценкам, учитывая перечисленные слабости кредитного профиля ВМУ, справедливая доходность дебютных облигаций компании составляет около 10%. При этом в случае, если финансовые прогнозы компании оправдаются, следует ожидать сужения спредов облигаций ВМУ.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Воскресенские минеральные удобрения», РСБУ			
Млн. руб.	2005	9 мес. 2006 г.	2007 г. прогноз компании
Выручка	3 819	3 428	7 385
EBITDA	392	219	963
Чистая прибыль	87	50	н/д
Финансовый долг	121	150	1 638
Собственный капитал	1 839	1 890	н/д
Активы	2 247	2 310	н/д
Ключевые показатели			
EBITDA margin (%)	10.3%	6.3%	13.0%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	0.3	0.5	1.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.07	0.08	Около 0.8
EBITDA/процентные платежи (x)	17.2	34.0	н/д

Источник: данные 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
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
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

Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com
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
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@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
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@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.