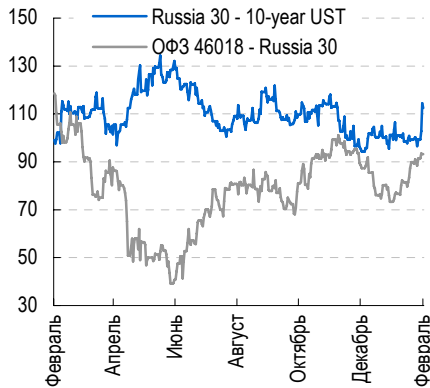
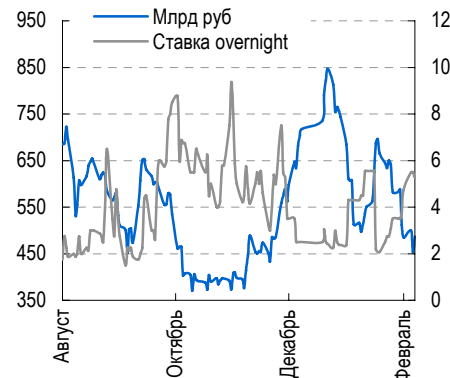


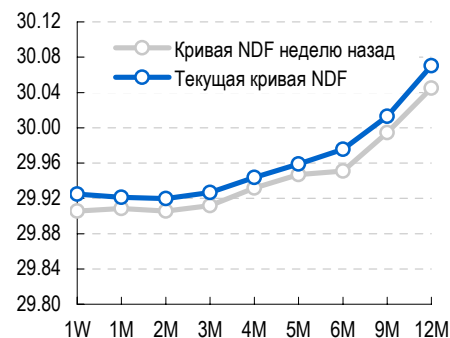
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.55 доллар+0.45 евро(в рублях)



Календарь событий

1 мар	Размещение руб.обл. Белон-2
1 мар	Personal Income, ISM Manufacturing
2 мар	Размещение руб.обл. Амурметалл-2
5 мар	Индекс ISM Non-Manufacturing
5 мар	Размещение руб.обл. МИК-1
6 мар	Размещение руб.обл. Лебедянский-2
6 мар	Размещение руб.обл. Веха-Инвест-1
6 мар	Размещение руб.обл. МИАН-1

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** чуть скорректировались вверх. Российский сегмент игнорирует волатильность. Размещаемый **Газпромом** транш в USD выглядит интересно (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- В начале месяца возможно кратковременное улучшение конъюнктуры денежного рынка, но мы не считаем это поводом для увеличения позиций в ОФЗ и первом эшелоне (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Угольная компания Белон (NR):** комментарий к размещению (стр. 3).
- Вкратце: Группа ФосАгро снизила долю в уставном капитале ВМУ (NR) с 49.75% до 3%, продав акции контролирующему акционеру ВМУ – компании Агропродмир (Источник: АКМ).** На наш взгляд, это очередное позитивное событие, произошедшее с ВМУ с момента размещения облигационного займа в декабре 2006 г. Уменьшение доли ФосАгро (связана с группой Менатеп) в капитале снижает возможные политические риски для ВМУ. Другими позитивными событиями для кредитного профиля ВМУ стали приобретение компании Агрочереповец (основная часть была оплачена акциями), а также – объединение с «дочками» ГОП и Кармофос. В этом году ВМУ планирует провести IPO, для чего уже получает разрешение на листинг. На наш взгляд, выпуск ВМУ-Финанс – редкий пример риска 2-го эшелона, пока доступного в достаточном объеме с доходностью около 11%. Как только последствия технически слабого размещения будут «переварены» рынком, мы ожидаем ралли в выпуске ВМУ.
- Вкратце: Первый зампред ЦБ А. Улюкаев** сказал, что в перспективе 3-4 лет Центробанк перейдет к исключительно инфляционному таргетированию, отказавшись от регулирования номинального курса рубля (Источник: Коммерсантъ). Мы связываем это заявление с успехами правительства и ЦБ в борьбе с инфляцией, которые ослабляют ожидания в отношении укрепления рубля и снижают приток капитала. На наш взгляд, риторика чиновников правительства и ЦБ может измениться в случае роста цен на нефть.

- Вкратце: Глава ФАС И. Артемьев высказался против объединения энергоактивов Газпрома (АЗ/ВВВ) и СУЭК (NR).** Это чуть снижает вероятность завершения сделки. Тем не менее, на наш взгляд, сделка скорее всего будет завершена, т.к. она была одобрена первым вице-премьером Д.Медведевым, возглавляющим Совет директоров Газпрома. Котировки CLN SUEK 08, выросшие до 102.5 после первых новостей о сделке, сейчас отодвинулись к 102.0 (7.29%). На наш взгляд, в случае успешного объединения, они вновь вырастут до 102.50 (~130бп к кривой Газпрома).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.57	+0.06	-0.30	-0.13
EMBI+ Spread, бп	185	-8	+13	+16
EMBI+ Russia Spread, бп	111	-8	+8	+15
Russia 30 Yield, %	5.66	0	-0.25	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.60	+0.01	-0.05	+0.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	399.7	-25.2	+15.8	-266.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	57.6	-4.0	-55.5	-57.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-4.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.92	+0.03	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.93	+0.01	+0.26	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	61.9	+0.5	+5.2	+1.2
Индекс РТС	1858	-48	-36	-52

Рынок еврооблигаций

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

Котировки US Treasuries вчера скорректировались вниз, а доходность **10-летних нот** выросла на 5bp до 4.57%. Причиной коррекции, вероятно, стал американский фондовый рынок, который, несмотря на продолжившееся снижение котировок акций в Европе и Азии, закрылся в плюсе. Росту доходностей также способствовало выступление главы ФРС США, который предположил, что экономика США будет расти умеренными темпами. Помимо этого, вышли слабые уточненные данные по ВВП США за 4-й квартал и рынку жилья. В негативную для котировок UST картину не вписывались лишь цифры по умеренной инфляции (Core PCE).

Спрэд **EMBI+** вчера сузился до 185bp (-8bp). Примерно на 1/16 выросли цены **Brazil 40** (YTM 8.08%), **Venezuela 34** (YTM 6.90%). Выпуск **Argentina 33** (YTM 7.12%) подорожал на 3/8.

Российский сегмент еврооблигаций демонстрирует завидную устойчивость. Котировки **Russia 30** (YTM 5.66%) уже почти неделю находятся около отметки 113 3/8, игнорируя динамику UST. Спрэд выпуска вчера сузился до 109-110bp. В корпоративном сегменте также не происходит каких-либо заметных изменений.

На первичном рынке стал известен price-talk по новому выпуску еврооблигаций **Газпрома** (A3/BBB/BBB-) Ориентир по доходности для 15-летнего транша в долларах – UST10+195bp (6.50%); для транша в евро (10 лет) – MS+125/130bp (5.45-5.50%). На наш взгляд, этот транш не предполагает какой-либо значительной премии, а вот долларовый транш смотрится несколько «дешево» по отношению к кривой. Даже самый длинный **Gazprom 34** торгуется около 6.45% по доходности (правда, он имеет опцион пут в 2014 г.). Мы предполагаем, что price-talk по долларовому траншу будет пересмотрен в сторону понижения.

Сегодня в США выходит очередная порция статистики – данные по инфляции, промышленному производству и рынку жилья. Помимо этого, опасность для рынка по-прежнему представляют новости с мировых фондовых рынков, а также с американского рынка sub-prime mortgages.

Рынок рублевых облигаций

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

В последний день месяца на денежном рынке происходили достаточно любопытные события. Большую часть дня ставки overnight держались около 5.5-6.0%. Основной объем прямого **РЕПО** с ЦБ пришелся на дневной аукцион – 21.8 млрд. рублей. Всего же в ЦБ банки вчера заняли почти 33 млрд. Участники рынка, рассчитывавшие на снижение ставок во второй половине дня, слишком поздно поняли, что этого не произойдет. Ажиотажный спрос на рубли привел к стремительному росту ставок МБК. В какой-то момент они даже достигали отметки 11-12%.

На этом фоне мы видели отдельные продажи, которые привели к снижению котировок в ОФЗ и выпусках первого эшелона на 10-20bp. Однако, объемы торгов были небольшими – многие инвесторы решили не предпринимать активных действий, рассчитывая на улучшения конъюнктуры денежного рынка в начале марта.

В сегменте 2-3 эшелона отметим выход на вторичные торги облигаций **УМПО**, котировки которых выросли на 20bp по сравнению с «форвардами», достигнув к концу дня уровней 100.90-101.0 (8.84%). Напомним, что вместе с Сатурном и ПМЗ, УМПО может войти в объединенный авиадвигателестроительный холдинг, формируемый совместно Рособоронэкспортом и группой Система.

Постепенно восстановил свои позиции выпуск **ВМУ-Финанс-1** (YTP 11.05%). Вчера его котировки достигли 100.15, хотя еще недавно он был доступен по цене ниже номинала из-за технически слабого размещения. Мы считаем данный выпуск очень перспективным (см. наши комментарии на стр.1).

На наш взгляд, в ближайшие дни ситуация на денежном рынке чуть улучшится. Однако, в целом мы сохраняем умеренно-негативный взгляд на перспективы коротких ставок, поэтому рекомендуем инвесторам концентрировать свое внимание на выпусках 2-3 эшелона.

Белон (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа группы Белон объемом 2 млрд. руб. с офертой через 2.5 года. Поручителем по займу выступает ОАО Белон - холдинговая компания, являющаяся центром прибыли и денежных потоков группы.

Основу бизнеса группы Белон составляют добыча и продажа энергетического и коксующегося угля, а также металлотрейдинг. Насколько мы понимаем, на угольный сегмент приходится около двух третей выручки группы. Добывающие активы Белона расположены в Кемеровской области. Основным бенефициаром является основатель компании А.П.Добров, которому принадлежат 87% акций. Оставшиеся акции образуют free float (листинг в РТС).

Ключевым негативным фактором кредитного профиля Белона мы считаем сравнительно низкое качество угольных активов (по сравнению с такими угольными компаниями, как СУЭК и Кузбассэнерго), которые требуют значительных инвестиций. Насколько мы понимаем, в 2006 г. компания инвестировала в развитие более USD100 млн., а в 2007 г. планирует потратить не менее USD150 млн. Основная часть инвестиций направлена на завершение строительства обогатительной фабрики и запуск новой шахты.

Реализация агрессивной инвестиционной программы в сочетании с ухудшением ценовой конъюнктуры на российском угольном рынке в первой половине 2006 г. привела к снижению операционной рентабельности Белона и росту долговой нагрузки до высоких уровней (показатель Долг/EBITDA по итогам 6 мес. 2006 г. превысил 7х).

Ключевые финансовые показатели группы Белон, МСФО

Млн. руб.	2004	2005 г.	6М2006 г.
Выручка	10 776	12 664	4 855
ЕБИТДА	1 999	1 897	422.5
Чистая прибыль	1 377	990	35
Финансовый долг	1 962	3 871	6 279
Собственный капитал	2 854	4 166	4 014
Активы	5 974	9 598	11 768
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	18.5%	14.9%	8.7%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	0.98	2.04	7.4
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.68	0.93	1.56
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	11.9	7.2	2.7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

В то же время, поддержку кредитному профилю Белона оказывают такие факторы, как: 1) улучшение конъюнктуры на рынках угля и металла (конец 2006 г. – начало 2007 г.) 2) ожидаемое увеличение объемов бизнеса Белона по мере появления отдачи от крупных инвестиций, осуществляемых компанией 3) доступ компании на рынок акционерного капитала и частичное финансирование инвестиций за счет размещения акций 4) высокий уровень финансовой прозрачности (компания публикует отчетность по МСФО) и 5) фундаментальная привлекательность угольной отрасли и высокая вероятность поглощения более крупным игроком в случае возникновения финансовых затруднений.

В 2007 г. мы прогнозируем увеличение объема долга Белона. Однако, рост выручки и рентабельности позволит все же улучшить показатели покрытия долга операционной прибылью.

Первый выпуск Белона с погашением через 2.5 года в настоящее время торгуется около номинала с доходностью 9.3%. Ориентир доходности нового выпуска, озвученный организаторами – 9.6-9.8%. На наш взгляд, это вполне адекватная доходность за риск Белона. Учитывая близкую дюрацию двух выпусков компании, мы рекомендуем продавать первый выпуск и участвовать во втором.



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
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

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

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@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
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@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.