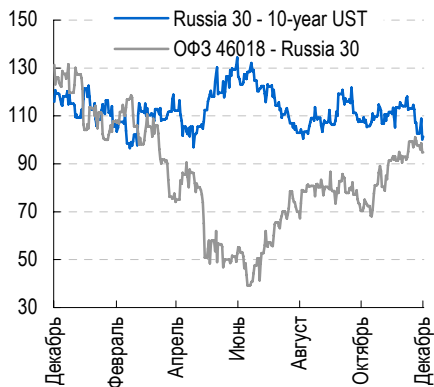


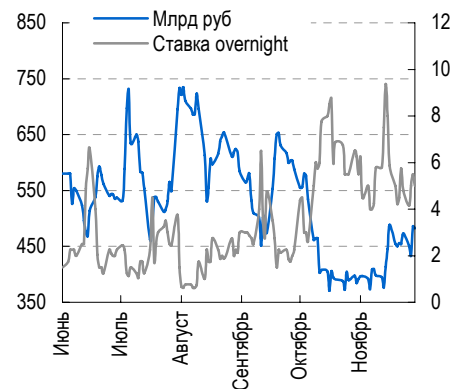
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 14 декабря 2006 г.

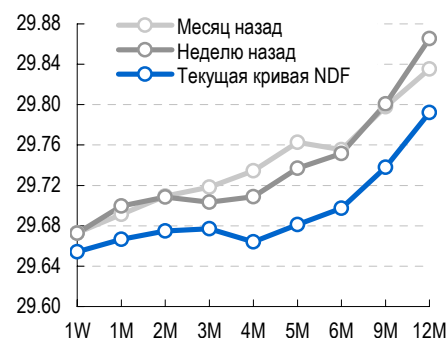
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

14 декабря	Размещение 2-х руб. обл. Лукойла
14 декабря	Размещение руб. обл. Миннеско, Белый Фрегат, ТОП-Книга, ТОАП
14 декабря	Данные по Import Price Index в США
15 декабря	Данные по инфляции в США
18 декабря	Данные по Producer Price Index в США
18 декабря	Размещение Курганская область
19 декабря	Размещение Уникум Финанс
Начало дек.	Рез-ты Газпрома за 6 мес. 2006 г.

Рынок еврооблигаций

- Оптимизму, который овладел рынком после заседания **FOMC**, вчера был нанесен неожиданный удар в виде сильной статистики по розничным продажам в США. Сегодня и завтра публикуются важные **данные по индексам цен** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Ситуация на рынке вчера существенно не изменилась. Ставки **overnight** по-прежнему высоки, ликвидность пополняется за счет продаж валюты в ЦБ, а «навес» бюджетных расходов все не материализуется. Сегодня ожидаем высокий спрос на облигации **ЛУКОЙЛа** (стр. 2)

Новости и идеи

- **ТОАП (NR) – кредитный комментарий перед размещением.** На наш взгляд, данный эмитент имеет достаточно слабый кредитный профиль. Основные причины – отсутствие вертикальной интеграции, низкая рентабельность и высокая долговая нагрузка (стр. 3).
- **ТОП-КНИГА (NR) – кредитный комментарий перед размещением.** К сильным сторонам компании мы относим простую юридическую структуру, лидирующие позиции на рынке, высокий уровень рентабельности, умеренную долговую нагрузку, а также невысокий уровень обеспеченного долга. Основным риском мы считаем вероятный рост долговой нагрузки – для увеличения рыночной доли компании необходимо быстро расти. На наш взгляд, с такой доходностью облигации лидера российского книжного рынка выглядят интереснее облигаций большинства других сетей непродуктовой розницы, предлагающих сопоставимую доходность. (стр. 4).
- **Вкратце: Депутат Госдумы А.Лебедев заявил, что, по его сведениям, башня комплекса «Федерация» дала трещину в фундаменте.** Генподрядчик Москва-Сити группа Миракс опровергла данную информацию (Источник: ИА REGNUM). Насколько мы понимаем, Миракс страхует строительно-монтажные риски данного проекта, поэтому компания в любом случае застрахована от прямых финансовых потерь. Речь может идти скорее о возможном репутационном ущербе.
- **Вкратце: Минфин России готов обсуждать возможность предоставления субъектам Федерации права на осуществление внешних заимствований,** заявил в среду замглавы министерства Антон Силуанов (Источник: Рейтер). На наш взгляд, запрет на валютные заимствования регионов – это «чрезмерная» реакция на серию дефолтов регионов по своим внешним долгам в 1998-1999 гг. Судя по высокому спросу на валютные выпуски Москвы, иностранным инвесторам нравится «редкий» риск российских региональных и местных администраций.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.58	+0.09	+0.02	+0.19
EMBI+ Spread, бп	179	-7	-11	-66
EMBI+ Russia Spread, бп	101	-8	-11	-17
Russia 30 Yield, %	5.58	0	-0.12	+0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	-0.03	-0.10	-0.21
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	434.4	-6.6	+114.0	-55.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	47.8	+3.3	-15.9	-66.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-3.5	-	-	-
Overnight RUR, %	5	-0.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	0	-1.21
Нефть (брент), USD/барр.	61.3	-0.2	+2.5	+3.2
Индекс РТС	1830	-12	+130	+708

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Оптимизму, который овладел рынком после заседания FOMC, вчера был нанесен неожиданный удар в виде сильной статистики по розничным продажам в США. По всей видимости, вышедшие вчера данные (рост на 1.1%) заставили участников рынка серьезно скорректировать свои взгляды на состояние американской экономики. Рынок US Treasuries отреагировал самым существенным снижением цен за последние полтора месяца. По итогам вчерашнего дня доходность **10-летних UST** и **2-летних UST** выросла на 9бп до 4.58% и 4.70%, соответственно.

Сегмент облигаций **Emerging Markets** вчера в очередной раз продемонстрировал устойчивость к волатильности в US Treasuries. Котировки большинства индикативных выпусков снизились не более чем на $\frac{1}{4}$, в результате чего спрэд **EMBI+** сузился на 7бп до 179бп.

Индикативный выпуск **Russia 30** утром достаточно быстро догнал подросшие накануне US Treasuries и вплоть до выхода статистики торговался на уровне $114 \frac{1}{16}$. После публикации данных «тридцатка» откатилась почти на $\frac{1}{2}$ до уровня $113 \frac{7}{16}$ – $113 \frac{3}{4}$, при этом спрэд к UST сузился до 102-103бп.

В корпоративном сегменте снижение котировок также охладило интерес к длинным бумагам. По итогам дня выпуск **Gazprom 34** (YTM 6.32%) потерял в цене около $\frac{1}{4}$, котировки **TNK 16** (6.49%) и **MTS 12** (YTM 6.67%) снизились, примерно, на $\frac{1}{8}$.

Сегодня в США выходят данные по рынку труда и динамике импортных цен. Последние цифры особенно важны. Завтра публикуются еще более важные ноябрьские данные по инфляции в США. Предсказать направление движения UST достаточно сложно. Тем не менее, нам кажется, что с текущих уровней рост котировок более вероятен, чем их снижение.

Рынок рублевых облигаций

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

Ситуация на рынке вчера существенно не изменилась. Несмотря на достаточный объем ликвидности, из-за ее неравномерного распределения ставки overnight поддерживаются на уровне 5.0-6.0%. В результате некоторые банки продолжают пользоваться инструментом прямого **РЕПО** с ЦБ (вчера 17.6 млрд. под менее чем 6.1%). Основным источником притока ликвидности остаются продажи валюты в ЦБ (вчера не менее USD500 млн.), а вот столь ожидаемый «навес» отложенных бюджетных расходов пока так и не хочет материализоваться. По этим причинам оптимизм в рублевых облигациях постепенно ослабевает.

Основным событием на рублевом рынке облигаций вчера стало доразмещение выпуска **ОФЗ 46018** номинальным объемом 6 млрд. рублей. Спрос превысил предложение более чем в 3 раза. Однако, основная часть инвесторов выставляла заявки в расчете на премию, а Минфин был не готов ее предоставить. В итоге средневзвешенная ставка доходности сложилась на уровне 6.54% (+1 бп к рынку), а объем размещения составил 5.48 млрд. рублей. Часть некупивших бумагу инвесторов отправилась за покупками в другие выпуски. В результате котировки **ОФЗ 46017** (YTM 6.49%) выросли на 25бп, **ОФЗ 46014** (YTM 6.46%) – на 18бп, **ОФЗ 46020** (YTM 6.78%) – на 10бп. Одновременно присутствует достаточно большой объем предложения в коротких и среднесрочных выпусках госбумаг.

В корпоративном сегменте вчера доминировали продавцы, правда пока это не приводит к сколь-нибудь существенному снижению котировок (5бп). Активнее всего вчера продавали выпуски **ГидроОГК-1** (YTM 7.43%), **Москва-39** (YTM 6.73%) и **Москва-44** (YTM 6.75%). Во втором эшелоне большой объем сделок прошел в выпуске **Мосэнерго-1** (YTM 7.76%), котировки которого снизились на 15бп. Кроме того, примерно, на 15бп снизились котировки выпусков **Иркут-3** (YTM 7.76%) и **МиГ-1** (YTM 9.17%). Лучше рынка смотрелись **ЦТК-5** (+15бп, YTM 7.97%) и **ЮТК-4** (+5бп, YTM 8.51%). После выхода новостей о возможной трещине в фундаменте башни в «Москва-Сити» инвесторы начали продавать выпуск **Миракс-2** (-20бп, YTM 11.14%).

Сегодня на первичном рынке пройдет серия первичных размещений. Как мы уже говорили, мы ожидаем высокий спрос на облигации **ЛУКОЙЛа**, связанный с «редкостью» этого качественного имени на долговом рынке и, соответственно, большим объемом свободных лимитов. В результате купон по 5-летнему выпуску, по нашим прогнозам, сложится на уровне ориентира организаторов (7.05-7.20%), тогда как в 7-летнем выпуске купон окажется ниже, чем price-talk (7.60-7.70%). Комментарии по двум другим размещающимся сегодня эмитентам – **ТОАП-Финансы** и **ТОП-КНИГА** – представлены ниже.

ТОАП (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа ООО «ТОАП-Финансы» объемом 2 млрд. руб. и сроком на 3 года с полугодовой офертой. Поручителем по займу выступает ООО «Торговый дом «Топливное обеспечение аэропортов» (ТОАП).

Основная деятельность ТОАП связана с оптовыми поставками авиационного керосина топливно-заправочным компаниям (ТЗК) и авиакомпаниям. Компания оценивает собственную долю в данном сегменте на уровне 35% по России в целом и более 40% на московском транспортном узле. Инвестиционная стратегия компании предполагает выдвижение в будущем в более рентабельный сегмент – розничные топливно-заправочные услуги при аэропортах.

На наш взгляд, ТОАП характеризуется достаточно слабым кредитным профилем. Несмотря на внушительную рыночную долю, конкурентные позиции компании сложно назвать сильными из-за отсутствия вертикальной интеграции. Фактически ТОАП выступает посредником между двумя группами хозяйствующих субъектов с сильной переговорной позицией. В случае, если аэропорты или нефтяные компании сочтут данный сегмент деятельности привлекательным, они смогут достаточно быстро вытеснить ТОАП с рынка. Дополнительный кредитный риск связан с применяемой компанией практикой поставки авиакомпаниям топлива в кредит. На наш взгляд, большинство российских авиакомпаний также характеризуется низким уровнем кредитоспособности.

Финансовые показатели ТОАП тоже не впечатляют. Занимаясь оптовой торговлей, компания имеет низкую маржу. Высокие потребности в оборотном капитале обуславливают значительную долговую нагрузку. Судя по российской отчетности, ТОАП слабо капитализирована (см. табл.). Мы предполагаем, что в портфеле заимствований ТОАП присутствуют обеспеченные кредиты.

Увеличение доли розничного сегмента за счет покупки ТЗК, на наш взгляд, позволит снизить бизнес-риски, но неизбежно приведет к росту долговой нагрузки. Важным позитивным фактором кредитного профиля ТОАП является то, что вся основная операционная и финансовая деятельность компании осуществляется в рамках одного юридического лица – ООО «ТД ТОАП», выступающего поручителем по займу.

По нашему мнению, справедливая доходность по займу ТОАП составляет не менее 13% годовых.

Ключевые финансовые показатели ООО «ТД ТОАП», РСБУ

Млн. руб.	2005 г.	6 мес. 2006 г.
Выручка	5983	9009
Операционная прибыль	156	118
Чистая прибыль	83	56
Финансовый долг	362	1054
Собственный капитал	65	99
Активы	2210	3719
Основные средства	11	13
Ключевые показатели		
Операционная маржа (%)	2.6%	1.3%
Финансовый долг/Операционная прибыль annualized (x)	2.3	4.5
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	5.6	10.6
Операционная прибыль/процентные платежи (x)	2.8	4.1

Источник: данные компании

ТОП-КНИГА (NR): кредитный комментарий перед размещением

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин, e-mail: Elena.Morozova@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа ООО «ТОП КНИГА» объемом 1.5 млрд. руб. сроком на 4 года с двухлетней офертой. Компания является крупнейшим игроком российского книжного рынка, и владеет сетями книжных магазинов различных форматов под брендами «Лас Книгас», «Литера», «Книгомир» и др. Помимо розничной торговли, компания также является значительным оптовым оператором; это направление обеспечивает более 20% выручки. «ТОП-КНИГА» контролируется основателем сети.

Важным позитивным фактором кредитного профиля компании, отличающим ее от абсолютного большинства розничных сетей, является простая и прозрачная юридическая структура. Практически вся операционная и финансовая деятельность осуществляется в рамках одного юр.лица, которое является владельцем ключевых активов и выступает эмитентом облигаций.

К другим позитивным факторам кредитоспособности «ТОП-КНИГА» мы относим последовательный рост выручки, достаточно высокий уровень операционной рентабельности и умеренную долговую нагрузку. Основу долга компании составляют необеспеченные заимствования (1-й облигационный займ объемом 700 млн. руб., бридж-кредиты, овердрафты), что обеспечивает кредиторам дополнительный комфорт.

Заявленная агрессивная стратегия расширения сети (с 400 до 1000 магазинов к 2010 г.) потребует значительных инвестиций, в т.ч. в основной и оборотный капитал, а также покупку мелких региональных конкурентов. Учитывая, что компания отказалась от планов IPO в 2007 г., мы полагаем, что необходимость быстро расти вынудит компанию увеличивать долговую нагрузку (традиционная картина для розничных сетей).

Учитывая, что первый выпуск ТОП-КНИГА-1 в настоящее время торгуется с доходностью 10.75% к оферте в феврале 2007 г., доходность по второму выпуску, вероятно, сложится на уровне 11%. На наш взгляд, с такой доходностью облигации лидера российского книжного рынка выглядят интереснее облигаций большинства других сетей непродуктовой розницы, предлагающих сопоставимую доходность. В сегменте непродуктовой розницы нам также нравится выпуск АиФ/Медиапресса (около 12%) – это привлекательные активы (медиа, розница, недвижимость), принадлежащие владельцам Промсвязьбанка.

Ключевые финансовые показатели ООО «ТОП-КНИГА» (РСБУ)

Млн. руб.	2004 г.	2005 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	2 633	4 242	4 051
Валовая прибыль	831	1 879	1 874
ЕБИТДА	90	393	409
Чистая прибыль	38	117	110
Финансовый долг	231	920	1252
Собственный капитал	180	546	657
Основные средства	170	564	631
Активы	945	2162	2977
Ключевые показатели			
Валовая рентабельность (%)	31.6%	44.3%	46.3%
Рентабельность ЕБИТДА (%)	3.4%	9.3%	10.1%
Финансовый долг/ Собственный капитал (x)	1.3	1.7	1.9
Финансовый долг/ЕБИТДА annualized (x)	2.6	2.3	2.3
ЕБИТДА/ процентные платежи (x)	10.1	5.5	4.5

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
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyj@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

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.