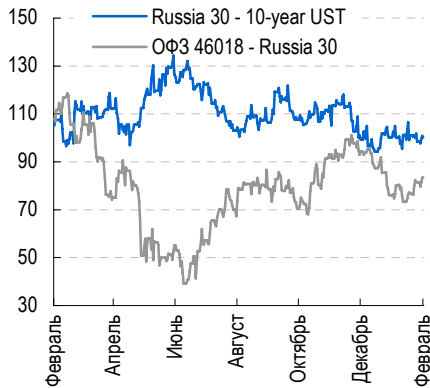
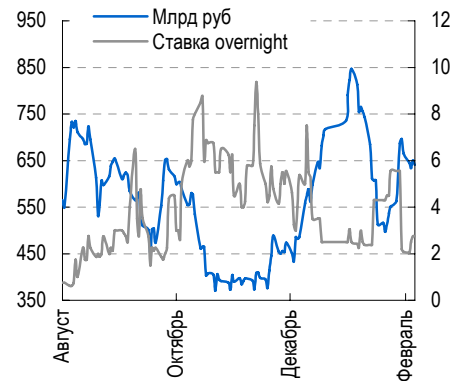


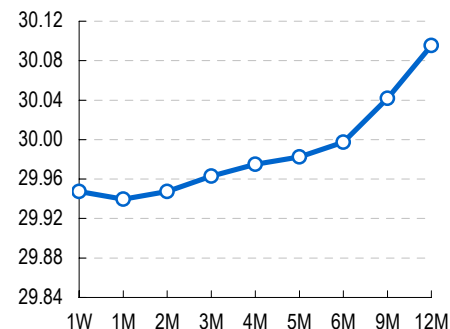
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 фев	Размещение руб.обл. Трансмаш-2
15 фев	Размещение руб.обл. Усть-Луга-1
16 фев	Публикация PPI (США)
16 фев	Размещение руб.обл. Русфинанс-4
20 фев	Размещение руб.обл. Митлэнд Фуд-1
20 фев	Размещение руб.обл. Москоммерц-2
20 фев	Размещение руб.обл. Русь-Банк-2
21 фев	Размещение руб.обл. Газпром-9

Рынок еврооблигаций

- Слабые данные по розничным продажам в США и выступление Бернанке вызвали снижение доходностей UST и рост котировок по всему спектру бумаг. На первичном рынке завершилось размещение выпуска **АТФ Банка** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Спрос в **АИЖК**, банковских облигациях, корпоративных выпусках 3-го эшелона. Сегодня вероятен рост в ОФЗ и первом эшелоне, которым мы рекомендуем воспользоваться для сокращения позиций (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Трансмашхолдинг (NR): комментарий перед размещением.** К сильным сторонам кредитного профиля этой машиностроительной группы мы относим крепкие позиции на привлекательном рынке, тесные связи с РЖД (А3/BBB+), сильных акционеров и сравнительно высокий уровень рентабельности. Среди слабых сторон мы отмечаем низкий уровень финансовой прозрачности, высокую долговую нагрузку и большие потребности в инвестициях, а применительно к размещаемому выпуску – его слабую структуру. (стр.3)
- Представители розничной сети Копейка (S&P B-)** встретились с инвесторами в преддверии размещения нового займа. На встрече было заявлено, что в 2007 г. компания намерена сохранить высокие темпы роста бизнеса и одновременно сдерживать рост долговой нагрузки. Реализовать такую стратегию, на наш взгляд, будет непросто. Тем не менее, по итогам встречи у нас осталось достаточно позитивное впечатление. Наши заметки со встречи см. на стр. 5.
- Вкратце: Дальсвязь (Fitch B) получила налоговые претензии** по итогам проверки за 2003-2005 гг. в объеме 909 млн. руб. Напомним, что уже более 2-х лет идет судебное разбирательство по поводу налоговых претензий к Дальсвязи в объеме 712 млн. руб., предъявленных по итогам 2001-2002 гг. Любопытно, что на этот раз основу претензий составляют штрафы за нарушение 5-дневного срока предоставления в инспекцию копий каких-то документов, а не обвинения в неправильном учете трафика. Как бы то ни было, мы предполагаем, что судебное разбирательство в отношении новой порции налоговых претензий продлится не менее года, а значит, какие-либо выплаты компания будет производить не ранее, чем в 2008 г. Мы считаем, что с учетом возможных выплат по предъявленным претензиям, а также недавней покупки Дальсвязью контрольного пакета акций ОАО Сахателеком за 2.3 млрд., показатель Долг/ЕБИТДА компании останется в пределах 2.5х. Участники рынка уже выработали «иммунитет» к такого рода новостям. Котировки облигаций Дальсвязи вчера практически не изменились.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.74	-0.07	-0.01	+0.04
EMBI+ Spread, бп	168	+3	-3	-1
EMBI+ Russia Spread, бп	100	+3	+1	+4
Russia 30 Yield, %	5.75	-0.06	-0.03	+0.10
ОФЗ 46018 Yield, %	6.58	-0.04	+0.04	+0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	413.9	+12.0	-11.2	-252.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	226.7	-21.9	-102.8	+112.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	37	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.33	-0.01	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.94	+0.01	+0.25	+0.26
Нефть (брент), USD/барр.	57.4	+0.4	+4.3	-3.3
Индекс РТС	1890	+23	+40	-20

Рынок еврооблигаций

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

Главным событием вчерашнего дня стало выступление **Б. Бернанке**, чья речь вселила оптимизм в участников рынка. В ходе выступления он выразил уверенность, что экономика США продолжит расти умеренными темпами и отметил успехи политики ФРС, которая направлена на ослабление инфляционного давления. Инвесторы интерпретировали слова главы ФРС как сигнал о том, что дальнейший рост ставки FED RATE крайне маловероятен. Доходности US Treasuries пошли вниз еще до выступления президента ФРС, среагировав на выход слабых данных по розничным продажам. Но после слов Бернанке снижение доходностей ускорилось, и конец дня **10-летние UST** встретили на отметке 4.74% (-7бп).

Сценарий, обрисованный Бернанке, пришелся по душе инвесторам в облигации **Emerging Markets**. Котировки ключевых «бенчмарков» выросли как минимум на 1/2. В лидерах роста оказались выпуски **Turkey 34** (+11/16; YTM 7.26%) и **Mexico 33** (+7/8; YTM 6.11%). Кстати, более чем на 2п.п. выросла цена **Ecuador 30** (YTM 12.08%) после того, как стало известно, что казначейство страны подписало платеж для выплаты купона. Сейчас выпуск торгуется около 84% от номинала. Спрэд **EMBI+**, оставаясь около минимальных значений, расширился вчера на 2бп до 168бп. Однако, расширение носило скорее технический характер – многие выпуски просто не успели отреагировать на позднее выступление Бернанке.

Выпуск **Russia 30** (YTM 5.75%) большую часть вчерашнего дня простоял около отметки 112 3/8. Однако, сегодня утром его котировки выросли до 112 5/8, а спрэд остался на уровне 98-100бп. Вчера мы видели точечный спрос в выпусках **Evrax 09** (YTM 6.49%), **Severstal 09** (YTM 6.53%), **SUEK 08** (YTM 7.12%). После «ралли» в UST вслед за суверенными облигациями выросли и котировки длинных корпоративных выпусков.

На первичном рынке завершилось размещение 7-летних еврооблигаций **АТФБанка** (Ba1/B+/BB-). Итоговый объем составил USD450 млн., доходность сложилась на уровне 9.375% (цена размещения 99.369, купон 9.25%), что соответствует нижней границе ранее озвученного диапазона (9 3/8 – 9 1/2). После размещения выпуск стал торговаться чуть выше цены размещения.

Сегодня в США будет опубликовано достаточно много интересной статистики. Выйдут данные по производству, импортным ценам, рынкам труда и жилья.

Рынок рублевых облигаций

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

В первом эшелоне основные обороты вчера пришлось на исполнение форвардных сделок по вышедшим на вторичные торги **ЛУКОЙЛ-3** (100; YTM 7.23%) и **ЛУКОЙЛ-4** (100.30; YTM 7.47%). Правда, ценовые уровни в этих выпусках практически не изменились по сравнению с последними форвардными котировками.

Сохраняется спрос в облигациях АИЖК, которые продолжают последовательно сокращать спрэд к кривой ОФЗ. Вчера выпуск **АИЖК-8** (YTM 7.65%) прибавил в цене около 10бп, также примерно на 15бп выросли форвардные котировки **АИЖК-9** (YTM 7.68%). Теперь средний спрэд к ОФЗ в длинных выпусках АИЖК составляет около 120бп. Вероятно, из-за низкой ликвидности несколько «выбивается» из кривой выпуск **АИЖК-6** (YTM 7.66%). На наш взгляд, облигации АИЖК должны составлять основу инвестиционного портфеля в первом эшелоне (core holding), т.к. они сохраняют потенциал сужения спрэдов.

Немного ощущалось давление со стороны продавцов в выпусках **ФСК-2** (-10бп, YTM 7.18%), **ФСК-4** (-10бп, YTM 7.31%). А вот новый **ФСК-5** (YTM 7.12%), напротив, подорожал сразу на 30бп, практически исчерпав дальнейший потенциал роста.

В сегменте госбумаг вчера были очень скромные обороты. Котировки длинного выпуска **ОФЗ 46018** (YTM 6.59%) прибавили 18бп. Ценовые уровни в остальных выпусках изменились не более чем на 5-10бп.

Во втором эшелоне сохраняется заметный интерес инвесторов к банковским облигациям. Вчера спросом пользовались выпуск **ХКФБанк-4** (YTM 9.76%), **Номос-Банк-7** (YTM 8.01%), **Зенит-3** (YTM 8.34%). Удивительно, но несмотря на грядущее предложение новых выпусков от **УРСА-Банка** (15 млрд.), его 5-й

выпуск продолжает пользоваться спросом. Одна из возможных причин – пересмотр ориентиров по размещаемому сейчас выпуску 3-летних рублевых еврооблигаций с 9.25% до 9.125%, который свидетельствует о высоком спросе на это имя среди нерезидентов.

IPO Интегры, шансы на успешное завершение которого все выше, способствует росту котировок выпусков **Интегра-1** (YTM 10.37%) и **Интегра-2** (YTM 10.64%) – вчера они прибавили еще 25бп. Кроме того, из облигаций 3-го эшелона отметим спрос в выпуске **Нитол-2** (YTM 11.57%), его котировки вчера превысили 101.0.

Уплата налогов (ЕСН) привела к незначительному росту ставок денежного рынка (3-4% сегодня утром). Тем не менее, сегодня мы ожидаем увидеть покупки в ОФЗ и первом эшелоне, спровоцированные мини-ралли в еврооблигациях. Мы рекомендуем использовать эту возможность для сокращения позиций в длинных ОФЗ и выпусках первого эшелона (оставляя АИЖК как core holding), т.к. ожидаем ухудшения ситуации с ликвидностью в ближайшие недели.

TMX (NR): комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение облигационного займа ЗАО Трансмашхолдинг объемом 4 млрд. руб., со сроком погашения 4 года и офертой по номиналу через 2 года. Поручителями по займу выступают две операционные и две управляющие компании группы (на небольшие суммы не более 1.5 млрд. каждая).

Трансмашхолдинг представляет собой крупнейшую в России машиностроительную группу, специализирующуюся на обслуживании железнодорожной отрасли.

К ключевым сильным сторонам кредитного профиля TMX мы относим:

- **Крепкие позиции на привлекательном рынке.** По информации самой компании, ее рыночные доли по состоянию на конец 2005 г. составляли: 100% в сегменте электровозов, 88% - в сегменте пассажирских вагонов, 78% - в сегменте электропоездов, 65% - в сегменте маневровых тепловозов, 58% - в сегменте метропоездов, 50% - в сегменте тепловозов. Изношенность основных фондов в российской железнодорожной отрасли, а также подкрепленные финансовыми ресурсами аппетиты РЖД и частных перевозчиков по модернизации и расширению вагонного и локомотивного парков позволяют предполагать, что спрос на продукцию TMX продолжит расти. В 2006 г. группа добилась феноменальных темпов роста выручки (+40%).

- **Тесные связи с РЖД (А3/BBB+).** РЖД является ключевым клиентом TMX. В 2006 г. на его долю пришлось 56% всех продаж группы. Две компании связывают долгосрочные контракты. Высокая зависимость от клиента в данном случае – позитивная характеристика кредитного профиля компании, т.к. РЖД – одна из самых сильных и платежеспособных российских корпораций, заинтересованная в успешном функционировании TMX. В недавнем интервью «Ведомостям» президент РЖД сказал о том, что его компания рассматривает возможность приобретения 25% акций в TMX. В случае вхождения РЖД в капитал TMX, возрастет вероятность оказания поддержки машиностроительной группе со стороны транспортной монополии.

- **Сильные акционеры, способные оказать помощь в стресс-сценарии.** По информации агентства АК&М, 75% акций TMX контролируются Искандером Махмудовым и Андреем Бокаревым (УГМК, Кузбассразрезуголь), оставшиеся акции – у владельцев компании Трансгрупп.

- **Достаточно высокий уровень рентабельности.** Рентабельность продаж группы по итогам 9 мес. 2006 г. составила 12.1% (+1.9пп к 2005 г.) – это выше, чем у большинства российских машиностроительных компаний, в т.ч. работающих в сегменте вагоностроения (4-6%).

Среди слабых сторон кредитного профиля TMX мы выделяем:

- **Низкий уровень финансовой прозрачности.** Обладая достаточно сложной юридической структурой, ТМХ, тем не менее, пока не публикует консолидированную финансовую отчетность по международным стандартам. Инвесторам пока доступна лишь отчетность по РСБУ.
- **Высокую долговую нагрузку и большие потребности в инвестициях.** По состоянию на конец 3-го квартала 2006 г., показатель «Долг/ЕБИТДА» по группе в целом составил 4.2х. Учитывая, что инвестиционный план компании на пятилетку 2006-2010 гг. составляет около USD1.5 млрд., а ежегодный операционный денежный поток, по нашим оценкам, составляет не более USD200 млн., вряд ли следует ожидать снижения долговой нагрузки группы. Однако, ее значительного роста с текущих уровней мы тоже не ждем.
- **Применительно к размещаемому выпуску – его слабую структуру.** Среди поручителей – лишь две операционные компании группы – Новочеркасский электровозостроительный и Демидовский машиностроительный заводы. На эти предприятия, по нашим оценкам, приходится менее трети совокупной выручки группы. Кроме того, поручительства выданы не на весь объем займа (на 1.5 млрд. и 800 млн. руб., соответственно).

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе ТМХ удастся по меньшей мере сохранить текущий уровень кредитоспособности. Укреплению кредитного профиля будут способствовать подготовка и публикация отчетности по МСФО, а также появление среди акционеров группы РЖД и/или крупной международной машиностроительной компании (напр. Siemens).

Принимая во внимание все перечисленные факторы, мы считаем, что с точки зрения кредитного качества ТМХ попадает в одну группу с машиностроительными компаниями, которые по тем или иным причинам находятся в орбите интересов государства и могут (с различной степенью уверенности) рассчитывать на поддержку – это **УВЗ, НПО Сатурн, УМПО, ПМЗ, МиГ, ЭМАльянс, КАМАЗ**. Большинство выпусков этих компаний торгуются с доходностью в диапазоне 8.50%-9.25%. Насколько мы понимаем, организаторы выпуска ТМХ ориентируют рынок на доходность около 9.1% к двухлетней оферте.

Учитывая, что большой объем риска такого качества на вторичном рынке найти сложно, мы полагаем, что аукцион по ТМХ вызовет высокий интерес, а доходность сложится на уровне 8.8-8.9%. Мы считаем данный уровень адекватным. Приобретение выпуска по более низкой доходности вряд ли имеет смысл – например, выпуск УМПО (предприятие должно войти в создаваемую при содействии государства авиадвигателестроительную корпорацию) сейчас предлагает доходность около 9.1% (100.70 на форвардах).

Ключевые консолидированные финансовые показатели ТМХ

РСБУ, млн. руб.	2004 г.	2005 г.	9 мес. 2006 г.	2006 г.
Выручка	13 510	31 285	34 880	Более 55 000
Валовая прибыль	1 420	5 463	6 862	
Прибыль от продаж	585	3 200	4 226	
Чистая прибыль	95	1 275	1 503	
Финансовый долг	5 908	11 172	23 547	
Показатели				
Валовая рентабельность	10.5%	17.5%	19.7%	
Рентабельность продаж	4.3%	10.2%	12.1%	
Финансовый долг/Прибыль от продаж	10.1	3.5	4.2	
Финансовый долг/Капитал	0.65	1.05	1.93	

Источник: данные управленческой отчетности компании, оценки МДМ-Банка

Копейка (S&P B-) планирует снизить долговую нагрузку в 2007 г.

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

Вчера представители розничной сети Копейка и ФК Уралсиб встретились с инвесторами в преддверии размещения своего третьего облигационного займа Копейки. Наши наиболее интересные заметки со встречи представлены ниже:

- В ближайшее время ФК Уралсиб станет единственным владельцем сети. Сделка по выкупу 50% акций у менеджеров-основателей компании должна завершиться в конце февраля.
- ФК Уралсиб не намерена расставаться с контролем над Копейкой как минимум в течение 3-х лет. IPO также не является целью на ближайшие год-два. Одной из важных целей менеджмент и акционеры считают укрепление финансового профиля Копейки.
- В 2006 году Копейка существенно расширила торговую сеть, увеличив количество магазинов с 120 до 328. Качественным изменением стал выход в регионы – у сети появились дивизионы в Самаре, Нижнем Новгороде и Воронеже.
- Компания оценивает рыночную стоимость собственных торговых площадей в USD175 млн. (около 40% от общей торговой площади в управлении).
- Годовая консолидированная отчетность по МСФО будет опубликована в марте-апреле.
- В 2007 году компания намерена удвоить выручку. Достичь этого планируется как за счет открытия новых магазинов (200-250), так и за счет выхода «на проектную мощность» магазинов, открытых в 2006 г. Копейка пока не планирует выхода в новые регионы, а новые магазины будет открывать преимущественно на арендованных площадях.
- Одной из важнейших целей на 2007 г. является повышение рентабельности, которая заметно снизилась из-за активного расширения торговой сети и более низкого покупательского спроса в регионах. Мы полагаем, что одной из причин снижения рентабельности в 2006 г. стали изменения в структуре менеджмента/акционеров.
- Объем долга компании по итогам 2006 г. составил около USD304 млн. В 2007 г. компания не планирует существенно увеличивать объем долга (цель на конец года – USD329 млн.). Инвестиции будут финансироваться в основном за счет операционного денежного потока. Около 70% поступлений от нового займа планируется направить на рефинансирование задолженности.

По итогам встречи у нас осталось достаточно позитивное впечатление. Реализовать стратегию сохранения роста с одновременным сдерживанием долговой нагрузки, конечно же, будет непросто. Тем не менее, мы все же ожидаем улучшения показателей покрытия долга Копейки и постепенного сужения спредов по облигациям (размещаемый облигационный займ, похоже, будет единственным в 2007 г.). Что же касается высказанного нами ранее предположения о возможной продаже Копейки, мы продолжаем считать, что в случае поступления привлекательного предложения ФК Уралсиб расстанется с контролем над торговой сетью. О привлекательности предлагаемого займа мы порассуждаем в день размещения (21 февраля).

Ключевые финансовые показатели Копейки, МСФО

Млн. руб.	2004	2005	9 мес. 2006	2006 г.
Выручка	10 541	16 260	18 273	Около 26 500
ЕБИТДА	757	992	750	
Чистая прибыль	438	264	31	
Финансовый долг	1 411	3 232	6 547	8 200
Собственный капитал	4 061	4 064	4 095	
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	7.2%	6.1%	4.1%	
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	1.9	3.3	6.5	
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.8	1.6	

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
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

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.