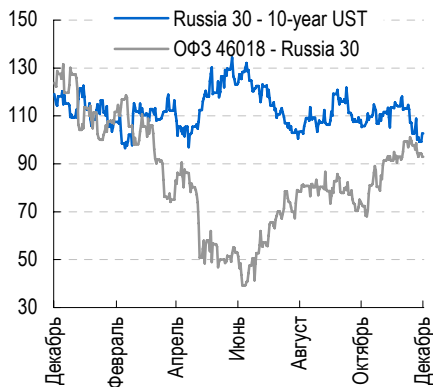
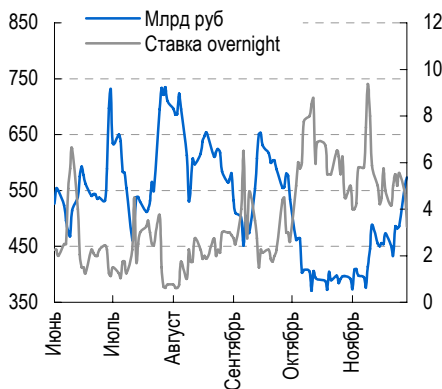


вторник, 19 декабря 2006 г.

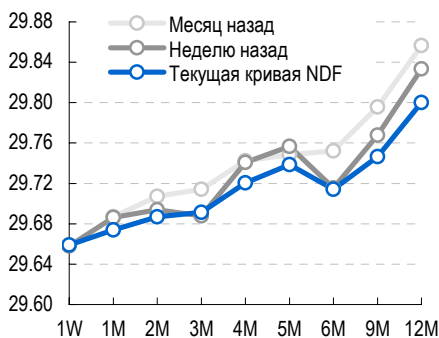
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

19 декабря	Данные по Producer Price Index в США
19 декабря	Размещение обл. Уникум, Ютэйр, Криогенмаш, Ярославль, НИТОЛ
20 декабря	Уплата НДС
20 декабря	Размещение Нэфис-Косметикс, ГПБ-Ипотека, Артуг, Бородино, Вагонмаш
21 декабря	Данные по ВВП США за 3-й кв.
21 декабря	Размещение обл. УМПО
Декабрь	Рез-ты Газпрома за 6 мес. 2006 г.

Рынок еврооблигаций

- Котировки **EM** снизились сильнее, чем **US Treasuries**. Возможные причины – снижение цен на нефть и события в Тайланде. Активность снижается. Интересный выпуск CLN **Проф-Медиа** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Ставки снизились, но впереди **НДС**. На рынке наступает апатия, связанная с отсутствием предпосылок и сил для ралли. По всей видимости, до конца года уровни цен уже не изменятся. (стр. 2)

Новости и идеи

- Криогенмаш (NR) – кредитный комментарий перед размещением.** Пока кредитный профиль компании выглядит достаточно неплохо. Однако, в будущем мы ожидаем роста долговой нагрузки Криогенмаша. Дело в том, что из-за высокой конкуренции с иностранными производителями компания вынуждена переходить на схему продаж on-site, которая потребует очень значительных инвестиций (стр. 3).
- Уникум (NR) – кредитный комментарий перед размещением.** На наш взгляд, у компании есть конкурентные преимущества для того, чтобы добиться успеха в новом для себя сегменте рынка. Вместе с тем, неопределенность относительно конкурентоспособности продукции Уникума по сравнению с продукцией иностранных производителей обуславливает высокие бизнес-риски. Мы считаем Уникум перспективным заемщиком, который может снизить стоимость заимствований в случае, если продемонстрирует успехи в ближайшие 6-9 месяцев (стр. 4).
- ЮТэйр: кредитный комментарий перед размещением.** Компания функционирует в достаточно «тяжелой» отрасли, характеризующейся высоким уровнем конкуренции и волатильностью спроса на услуги. Изношенность парка обуславливает значительные потребности в инвестициях. С учетом лизинговых обязательств долговая нагрузка достаточно высока. К положительным факторам кредитного профиля мы относим рост операций, выручки и рентабельности ЮТэйр. (стр. 5)
- Вкратце: РЖД (АЗ/ВВВ-/ВВВ+) не планирует "масштабных" займов в 2007 году и при необходимости обойдется собственными средствами, сообщил в понедельник глава компании Владимир Якунин (Источник: Рейтер).** Ранее представитель компании заявлял, что в 2007 г. РЖД может разместить рублевые облигации и еврооблигации на общую сумму 45 млрд. руб.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.58	-0.02	-0.02	+0.19
EMBI+ Spread, бп	102	-73	-89	-143
EMBI+ Russia Spread, бп	177	+79	+64	+59
Russia 30 Yield, %	5.61	+0.02	-0.13	+0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	+0.01	-0.11	-0.20
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	515.4	+15.7	+177.5	+25.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	57.8	-1.0	-1.1	-56.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	5.6	-	-	-
Overnight RUR, %	3.25	-1.38	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	0	-1.21
Нефть (брент), USD/барр.	62.1	-1.4	+3.1	+4.0
Индекс РТС	1862	+9	+173	+740

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчера на рынке US Treasuries не произошло каких-либо существенных изменений. В отсутствие каких-либо важных экономических данных инвесторы предпочли не предпринимать активных действий. Лишь к концу дня доходности UST начали снижаться после публикации слабых данных индекса по рынку жилья **NAHB Housing Market Index**. В итоге доходность **10-летних UST** снизилась на 2бп до 4.58%, **2-летних UST** - до **4.71%** (-1%).

Котировки большинства индикативных выпусков облигаций сегмента Emerging Markets вчера снизились на 1/8. Помимо динамики US Treasuries, дополнительным негативным фоном для EM также послужило снижение цен на нефть, а также новости о введении ограничений на капитальные операции в Тайланде, в результате чего произошло резкое снижение котировок на рынке акций этой страны. «Хуже рынка» вчера вели себя облигации Эквадора, которые страдают от неосторожных высказываний своего лидера относительно перспектив пересмотра внешних долгов – **Ecuador 15** (YTM 10.25%) вчера потерял в цене примерно 3/4. Спрэд EMBI+ вчера расширился на 2бп до 177бп.

Активность в российском сегменте снижается с каждым днем, приближающим нас к новогодним праздникам. Котировки выпуска **Russia 30** (YTM 5.61%) вчера снизились на 3/16, в течение дня сделки заключались в узком диапазоне 113 3/8 – 113 1/2. Спрэд к UST остался на уровне 102-103бп.

В корпоративном секторе также не происходило ничего примечательного. Наиболее ликвидные длинные выпуски скорректировались вниз вслед за **Russia 30**.

Интересно, что на днях был размещен выпуск **CLN** компании **Проф-Медиа** – медиа-холдинга, входящего в группу **Интеррос**. Объем составил US\$250 млн., купон – 10.75%. По этой двухлетней ноте предусмотрен колл-опцион в марте 2008 г. Похоже, сделка активно не маркетировалась в России (Bbg Ticker PMINV). На наш взгляд, это достаточно интересный выпуск, учитывая привлекательность активов этого медиа-холдинга и финансовую мощь материнской группы Интеррос.

Сегодня в США выходит важная статистика по рынку жилья и ценам производителей (**PPI**), реакция US Treasuries на которую может быть вновь достаточно эмоциональной.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера в банковскую систему поступило еще 15 млрд. рублей (источник – продажа валюты в ЦБ в пятницу), а сумма депозитов и корсчетов в ЦБ достигла 5730 млрд. Ставки overnight вчера опустились до 2.5-3.5%. Суммарный объем сделок прямого **РЕПО** с ЦБ составил всего 1.3 млрд., а на валютных торгах ЦБ был практически незаметен.

Несмотря на столь комфортную ситуацию с ликвидностью и низкие ставки МБК котировки рублевых облигаций не спешат расти. Мы объясняем это несколькими факторами. Во-первых, доходности итак находятся вблизи исторических минимумов (см наш комментарий по стратегии от 27 ноября «Игра сделана»). Во-вторых, инвесторы уже закрывают свои инвестиционные портфели и отправляются на новогодние праздники. В-третьих, идея с отложенными бюджетными расходами так и не «выстрелила».

Цены большинства выпусков первого эшелона вчера остались на месте либо чуть снизились (в пределах 5бп). Отметим сохраняющийся спрос на облигации ФСК: выпуск **ФСК-4** (YTM 7.34%) вчера вырос в цене примерно на 15бп. Интерес инвесторов сохранился был проявлен к выпуску **ГидроОГК-1** (YTM 7.36%), который прибавил в цене около 20бп.

В секторе госбумаг также не просходит каких-либо заметных движений, а цены остаются на достигнутых уровнях. Лидером по объему торгов стал выпуск **ОФЗ 46018** (YTM 6.54%), его котировки снизились лишь на 2бп. Больше всего влияние низких ставок денежного рынка заметно в коротких и среднесрочных ОФЗ.

Снижение их котировок приостановилось, а выпуск **ОФЗ 46003** (УТМ 6.22%) даже чуть обогнал рынок, его цена вчера выросла на 15бп.

В облигациях второго эшелона отметим рост котировок выпусков **Самарская область-3** (УТМ 7.62%) и **КИТ Финанс-1** (УТМ 10.05%) на 15-20бп. Интерес к последнему был проявлен в связи с объявлением нового купона. Неожиданно пострадал вчера выпуск **Дальсвязь-3** (-30бп, УТМ 8.10%).

Не стоит забывать, что завтра предстоят довольно крупные налоговые выплаты (НДС), и некоторые банки, скорей всего, начнут готовиться к этому заранее. Рынок также ожидает достаточно много первичных размещений.

Криогенмаш (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение облигационного займа ООО «Криогенмаш-Финанс» объемом 1 млрд. руб. и сроком на 3 года с полуторогодовой офертой. Поручителем по займу выступает ОАО «Криогенмаш».

Компания занимает сильные позиции в сегменте технических газов, занимаясь в основном производством и обслуживанием специального газораспределительного оборудования для металлургических компаний.

Пока кредитный профиль Криогенмаша выглядит неплохо. Компания демонстрирует рост выручки и операционной рентабельности, и на данный момент не обременена высокой долговой нагрузкой. Отметим также, что компания имеет очень простую юридическую структуру – все основные активы, обязательства и денежные потоки сконцентрированы на ОАО «Криогенмаш». Кроме того, у компании практически отсутствуют обеспеченные долги.

Однако, на наш взгляд, в будущем следует ожидать заметного ухудшения кредитного качества Криогенмаша. Дело в том, что из-за высокой конкуренции с более крупными международными компаниями компания вынуждена переходить на схему продаж on-site. В рамках этой схемы Криогенмаш будет строить оборудование на производственной площадке клиента и оставаться его собственником, получая с металлургической компании регулярные платежи за производимые газы в рамках долгосрочных контрактов. Эта схема похожа на лизинг или некую форму финансирования покупателя, в рамках которой покупатель избавлен от необходимости делать разовые крупные инвестиции. В результате все бремя финансирования таких инвестиций будет ложиться на Криогенмаш.

Единственными положительными сторонами такой схемы являются вероятный рост операционной рентабельности и прогнозируемость объема выручки в последующие периоды. При этом динамика выручки, по нашим прогнозам, будет достаточно разочаровывающей – ведь продажа объекта будет фактически растянута на длительном отрезке времени (15 лет). Кроме того, из-за огромных потребностей в инвестициях, по нашим прогнозам, долговая нагрузка может возрасти до очень высоких уровней. Вероятно, в какой-то момент компании придется привлекать обеспеченные кредиты.

На основании этих рассуждений мы относим Криогенмаш к заемщикам с высоким уровнем кредитного риска и полагаем, что справедливая доходность по облигациям компании составляет не менее 13% годовых.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Криогенмаш», РСБУ

Млн. руб.	2005 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	1882	1558
ЕБИТДА	198	188
Чистая прибыль	72	77
Финансовый долг	564	537
Собственный капитал	446	523
Активы	1717	2478
Ключевые показатели		
ЕБИТДА margin (%)	10.5%	12.1%
Финансовый долг/ЕБИТДА annualized (x)	2.8	2.1
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.3	1.0
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	4.1	5.2

Источник: данные компании

Уникум (NR): кредитный комментарий перед размещением

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ООО «Уникум-финанс» объемом 1 млрд. руб. сроком на 3 года с годовой офертой. Поручителями по займу выступают основные операционные компании группы (производство, балансодержатель недвижимости, торговый оператор), а дополнительным оферентом – холдинговая компания группы Unicum Investment AG.

Группа Уникум контролируется Борисом Белоцерковским – одним из основных акционеров компании Ritzio (залы игровых автоматов, казино). До недавнего времени Уникум специализировался на производстве и продаже игровых автоматов (доля в выручке за 9 мес. 2006 г. – 83%) и занимал, по собственным оценкам, 25% российского рынка.

В связи с недавними негативными изменениями в регулировании, поставившими под угрозу развитие в России игорного бизнеса, Уникум ожидает резкого снижения спроса на игровые автоматы. В соответствии с новой стратегией компания быстро переориентировалась на производство платежных/сенсорных терминалов и торговых автоматов.

На наш взгляд, этот сегмент рынка действительно очень привлекателен с точки зрения перспектив роста. У Уникума есть определенные конкурентные преимущества – это собственное современное производство полного цикла, присутствие в регионах, а также наличие обширной сети помещений у аффилированной компании Ritzio (мы предполагаем, что сеть игровых залов может быть использована для построения какой-либо розничной сети).

Вместе с тем, нам достаточно сложно оценить, насколько конкурентоспособна продукция Уникума по техническим характеристикам по сравнению с тем, что предлагают другие производители. В этом, на наш взгляд, заключается основной риск для кредиторов компании. Цифры по продажам и портфелю заказов, озвученные в ходе интернет-конференции (на вопросы отвечал лично основной акционер) внушают определенный комфорт и уверенность в успешном развитии бизнеса Уникума.

Финансовый профиль компании пока достаточно устойчив. Двукратное снижение выручки в 2006 г., вызванное снижением спроса на игровые автоматы, компании удалось компенсировать за счет впечатляющего роста операционной рентабельности. В настоящий момент долговая нагрузка Уникума невелика. Размещение облигационного займа позволит компании погасить все свои текущие обязательства по кредитам и лизингу и улучшить структуру долга. Уникум готовит отчетность по МСФО, что помогает кредиторам в оценке кредитного качества компании.

По нашим оценкам, из-за высоких бизнес-рисков, связанных с переходом компании в новую для себя нишу, справедливая доходность по облигациям Уникума составляет около 12.5-13.0%. Вместе с тем, мы считаем Уникум достаточно интересным и перспективным заемщиком. В случае, если в ближайшие 6-9 месяцев компания сможет продемонстрировать хороший рост продаж новых для себя продуктов (платежных терминалов и торговых автоматов), мы ожидаем переоценки инвесторами кредитного риска компании и снижения уровня доходности по ее долговым инструментам.

Ключевые финансовые показатели группы компаний «Уникум» (МСФО)

Млн. USD	2005 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	141.5	45.2
Операционная прибыль	13.4	7.0
ЕБИТДА	20.2	13.5
Чистая прибыль	11.2	4.2
Финансовый долг	36.3	28.8
Собственный капитал	34.0	38.1
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	14.3%	29.8%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	1.8	1.6
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.1	0.75
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	5.9	3.5

Источник: данные компании

ЮТэйр-Финанс (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение третьего облигационного выпуска ООО «ЮТэйр-Финанс» объемом 2 млрд. руб. сроком на 4 года с 2-летней офертой. ООО «ЮТэйр-Финанс» является дочерней компанией ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» (поручитель по выпуску) и специализируется на привлечении финансирования для головной компании.

Авиакомпания ЮТэйр является входит в пятерку ведущих российских авиакомпаний на рынке внутренних пассажирских перевозок. Кроме того, располагая парком вертолетов в 182 единицы, ЮТэйр получает значительную часть выручки от предоставления вертолетных услуг (26% в 2005 г.). Речь идет в первую очередь об обслуживании российских нефтяных компаний в Сибири и миссий ООН в развивающихся странах. Помимо этого компания занимается управлением аэропортами (5 небольших аэропортов в Ханты-Мансийском и Ямало-Ненецком АО) и техническим обслуживанием воздушных судов.

Основные акционеры компании не раскрываются – 75.6% акций находится в руках у номинального держателя. По циркулирующим на рынке слухам, компания аффилирована с нефтяной корпорацией Сургутнефтегаз.

На наш взгляд, ЮТэйр пока характеризуется умеренно-слабым кредитным профилем. Компания функционирует в достаточно «тяжелой» отрасли, где очень высок уровень конкуренции, а спрос на услуги отличается высокой волатильностью. Непростое финансовое положение многих иностранных авиаперевозчиков является косвенным подтверждением этого тезиса.

Авиа- и вертолетный парк компании достаточно изношен, что обуславливает высокие потребности в инвестициях и грозит ростом долговой нагрузки в будущем. Помимо прямого финансового долга (обязательств по кредитам, облигациям и векселям см. табл.) ЮТэйр имеет достаточно существенный объем лизинговых обязательств (2.8 млрд. на 30 сентября). С учетом лизинга соотношение «Долг/ЕБИТДА» у компании составляет около 5.0х.

Вместе с тем, нельзя не отметить определенные успехи компании в увеличении объема операций, выручки и рентабельности. Об этом в частности свидетельствуют результаты за 9 мес. 2006 г.

Выпуски облигаций ЮТэйр в последнее время торговались с доходностью около 10.0%. На наш взгляд, «справедливая» доходность за риск по необеспеченным рублевым долговым инструментам ЮТэйр составляет не менее 11%. Если компания раскроет своих конечных бенефициаров, среди которых будут компании или лица, способные оказать ЮТэйр финансовую поддержку в стресс-сценарии, это поможет ей снизить стоимость заимствований.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр», МСФО

Млн. руб.	2005 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	11 272.6	11 868.7
Валовая прибыль	229.1	1 021.0
ЕБИТДА	388.2	1 190.1
Чистая прибыль	128.0	325.0
Финансовый долг (без лизинга)	4 006.5	5 025.2
Собственный капитал	1 522.2	1 799.9
Активы	7 146.3	8 803.6
Основные средства	1 543.1	2 065.5
Ключевые показатели		
Валовая маржа (%)	2.0%	8.6%
ЕБИТДА margin (%)	3.4%	10.0%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	10.3	3.8
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	2.6	2.8
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	1.2	3.7

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.