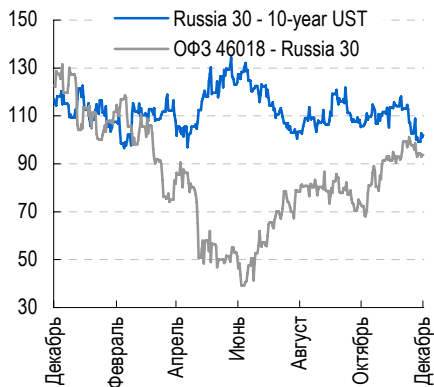
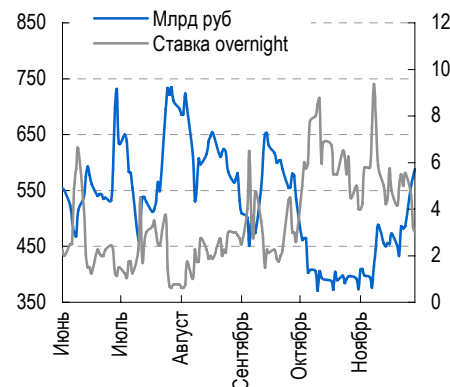


среда, 20 декабря 2006 г.

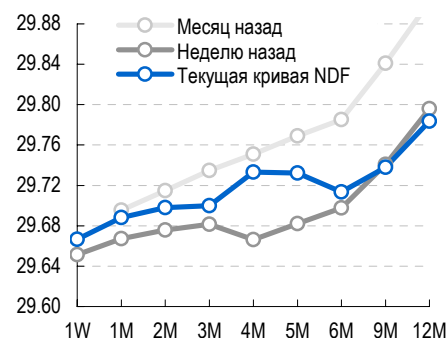
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 декабря	Уплата НДС
20 декабря	Размещение Нэфис-Косметикс, ГПБ-Ипотека, Артур, 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.
22 декабря	Данные в США Personal Income, Personal Spending, Durable Goods

Рынок еврооблигаций

- Реакция на PPI и выступление Р.Фишера была, на наш взгляд, чрезмерно скромной. Сегодня мы ожидаем медленного снижения котировок UST. Спрэд Russia 30 вплотную приблизился к 100бп (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Благоприятная ситуация на денежном рынке в сочетании с предновогодним снижением активности приводит к тому, что в рублевых облигациях мы наблюдаем стабилизацию котировок и неагрессивный спрос в отдельных выпусках. (стр. 2)

Новости и идеи

- **ВАГОНМАШ (NR) – кредитный комментарий перед размещением.** На наш взгляд, из-за ориентации на менее привлекательный сегмент пассажирских перевозок по кредитному качеству ВАГОНМАШ заметно уступает другим вагоностроительным компаниям (стр. 3).

- **Вкратце: Совет директоров РАО ЕЭС (S&P B+)** поручил правлению разработать механизм использования свободного остатка денежных средств от размещения доэмиссии акций ОГК-3 для финансирования инвестпрограмм других «дочек» РАО. На наш взгляд, в случае появления в РАО ЕЭС практики внутригруппового кредитования можно будет говорить о том, что до выделения из холдинга различия в индивидуальных кредитных характеристиках ОГК и ТКГ будут в значительной мере сглаживаться за счет поддержки группы.

- **Вкратце: ArcelorMittal (Baa3/BBB/NR) сделал акционеру ММК В. Рашникову предложение о покупке ММК (Ba3/BB/BB-),** сообщают Ведомости со ссылкой на свои источники. Мы полагаем, что вероятность подобной сделки невелика, т.к. она вряд ли будет одобрена ключевыми представителями органов государственной власти России. Последние сделки M&A с участием российских нефинансовых компаний скорее свидетельствуют о желании России увеличивать свое присутствие в зарубежных активах, а не продавать собственные активы иностранным инвесторам.

- **Вкратце: Агентство Standard & Poor's** вчера повысило рейтинг МДМ-Банка до «BB-», рейтинг Альфа-банка – до «BB»; рейтинг Промсвязьбанка – до «B+». Прогноз рейтингов – «Стабильный». Помимо этого, S&P поместило рейтинг инвесткомпания Ренессанс Капитал (B+) в список CreditWatch с позитивным прогнозом.

- **Вкратце: Агентство Moody's** повысило рейтинг Газпрома до «A3» вследствие укрепления финансовых и бизнес-характеристик. Теперь рейтинг Газпрома по версии Moody's на 2 ступени превышает суверенный рейтинг.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.59	+0.01	-0.01	+0.20
EMBI+ Spread, бп	175	-2	-16	-70
EMBI+ Russia Spread, бп	98	-4	-15	-20
Russia 30 Yield, %	5.60	-0.01	-0.13	+0.06
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	0	-0.14	-0.20
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	501.3	-14.1	+166.0	+11.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	87	+29.2	+30.3	-27.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	17.1	-	-	-
Overnight RUR, %	3	-0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	0	-1.21
Нефть (брент), USD/барр.	62.8	+0.7	+3.8	+4.7
Индекс РТС	1838	-24	+161	+716

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчерашняя реакция US Treasuries на данные по индексу цен производителей и рынку жилья была очень сдержанной. По итогам дня доходность **10-летних UST** выросла лишь на 16п до 4.59%, доходность **2-летних UST** и вовсе не изменилась – 4.71%. При этом согласно опубликованным данным, в ноябре **PPI** вырос на рекордные 2.0% (**Core PPI** – на 1.3%). Статистика по рынку жилья была смешанной. Не отреагировал рынок и на выступление Ричарда Фишера, президента даллаского отделения ФРС, который назвал инфляционные риски «неприемливо высокими, перевешивающими риски медленного экономического роста». Возможно, от роста доходностей и снижения котировок **US Treasuries** спасает эффект «flight-to-quality», т.е. реаллокацию средств инвесторов из Emerging Markets в надежные UST после падения азиатских фондовых индексов.

Активность в сегменте облигаций Emergin Markets затухает с каждым днем, приближающим нас к католическому рождеству. Вчера котировки ключевых индикативных выпусков на небольших объемах изменились не более чем на 3/8. Спрэд **EMBI+** по итогам вторника сократился до 175бп (-26п).

Котировки **Russia 30** (YTM 5.60%) вчера выросли на 1/16 до 113 9/16, а спрэд к UST сузился до 101бп. В корпоративном сегменте активность минимальна. Отметим лишь рост на 3/8 выпуска **Gazprom 34** (YTM 6.30%), чьи котировки среагировали на новость о повышении рейтинга от Moody's. Мы также видели попытки покупок в еврооблигациях **MDM 2011** и **Alfa Bank 2015_10**, но из-за широких спрэдов бид/оффер отыграть новость об апгрейде было сложно.

Сегодня в США не выходит какой-либо значимой статистики, поэтому день обещает быть достаточно спокойным. Мы предполагаем, что котировки UST могут продолжить медленное снижение по мере того, как инвесторы будут переоценивать вчерашнее выступление Р.Фишера и данные по PPI.

Рынок рублевых облигаций

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

Во вторник ситуация на денежном рынке не претерпела существенных изменений – в течение дня ставки находились на уровне 2.5-3.5%. Комфортная ситуация с ликвидностью (остатки на корсчетах и депозиты в ЦБ сейчас превышают 500 млрд. рублей) позволила банкам наконец-то отказаться от операций прямого РЕПО с Центробанком – вчера не состоялось ни одного аукциона. Одновременно с целью безболезненного прохождения сегодня выплат по НДС вчера, по нашим оценкам, банки продали в ЦБ около USD500 млн.

Благоприятная ситуация на денежном рынке в сочетании с предновогодним снижением активности приводит к тому, что в рублевых облигациях мы наблюдаем стабилизацию котировок и неагрессивный спрос в отдельных выпусках.

Сохраняется спрос на облигации «первого эшелона»: выпуски **РЖД-6** (YTM 6.99%), **РЖД-7** (YTM 7.09%), **РЖД-5** (YTM 6.78%) вчера выросли в цене на 5-10бп, а **Россельхозбанк-2** (YTM 7.56%) прибавил около 18бп. По-прежнему, достаточно, высокий интерес инвесторы проявляют к облигациям ФСК и ГидроОГК. Отдельно хотелось бы отметить выпуск **ФСК-3** (YTM 7.05%), котировки которого вчера выросли почти на 30бп. Наконец-то он занял более справедливое положение на кривой ФСК. Дальнейший рост котировок **ФСК-3** в ближайшее время, на наш взгляд, маловероятен, поэтому мы рекомендуем фиксировать прибыль в этом выпуске, и замещать его **ФСК-4** с расчетом на спекулятивный рост цены после ожидаемого в ближайшие дни повышения рейтингов ФСК.

Сегмент госбумаг сейчас несколько «отстает» от корпоративного сегмента. Вчера котировки большинства выпусков изменялись в диапазоне +/- 5бп Как мы и предполагали в своем детальном комментарии по стратегии от 27 ноября, длинные ОФЗ (46017, 46018) вряд ли опустятся по доходности сколь-нибудь существенно ниже уровня в 6.50%. В противном случае расстояние до ставки прямого РЕПО ЦБ станет опасно коротким. Вчера Минфин неожиданно объявил о намерении провести сегодня доразмещение

выпусков ОФЗ 46018 ОФЗ 25060 на общую сумму около 700 млн. На наш взгляд, столь маленькие объемы не окажут никакого влияния на рынок

Во втором эшелоне повышенным спросом пользовались облигации телекомов. Так выпуск **ЦТК-5** (УТМ 7.81%) подорожал на 22бп, **УРСИ-6** (УТМ 7.95%) и **УРСИ-7** (УТМ 8.04%) прибавили в цене около 10бп. Примерно, на 15бп выросли котировки выпуска **Дальсвязь-3** (УТМ 7.99%). На наш взгляд, выпуск **Дальсвязь-2** смотрится сейчас чуть более привлекательно (+15бп к Дальсвязь-3).

О выпуске ГПБ-Ипотека

Сегодня пройдет размещение ипотечных облигаций «ГПБ-Ипотека». Выпуск объемом 3 млрд. и ожидаемой дюрацией 2.4 года позиционируется с доходностью 7.3-7.7% годовых. На наш взгляд, это важная «эталонная» сделка – ведь фактически это первая секьюритизация ипотечных кредитов по российскому праву. В этой связи она очень важна для рынка как позитивный шаг в качественном развитии рынка.

Вместе с тем, мы хотели бы обратить внимание на то, что рейтинг от Moody's, полученный по выпуску (Ваа2), на самом деле на 2 ступени ниже рейтинга, который Газпромбанк получает от данного агентства по своим необеспеченным облигациям (А3), что кажется довольно странным. Кроме того, небольшой объем выпуска и предположительно высокая доля участия в нем нерезидентов предопределяют относительно низкую ликвидность. Мы полагаем, что российских инвесторов такой выпуск заинтересует только по верхней границе указанного ориентира доходностей, который предполагает премию (!) к чуть более длинному Газпромбанк-1 (7.44%). Возможно, некоторых российских инвесторов смутит непростая амортизационная структура выпуска.

ВАГОНМАШ (NR): краткий кредитный комментарий перед размещением

Аналитики: Денис Воднев, Михаил Галкин, e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение второго облигационного выпуска ЗАО «ВАГОНМАШ» объемом 1 млрд. руб. сроком на 4 года с полуторогодовой офертой. Поручителем по займу выступает ОАО «ПТМЗ», являющееся вторым после эмитента по значимости предприятием в группе ВАГОНМАШ.

ВАГОНМАШ специализируется на производстве вагонов для метрополитена, городского наземного электрического транспорта, почтовых и пассажирских вагонов для магистрального железнодорожного транспорта. Кроме того, группа осуществляет услуги по их ремонту. Компания контролируется менеджментом.

На наш взгляд, бизнес-риски у ВАГОНМАШа выше, чем у других вагоностроительных компаний, представленных на российском рынке облигаций. Дело в том, что УВЗ, ВКМ/Рузхиммаш и группа ТМХ/ТВЗ производят в основном грузовые вагоны. Грузовые ж/д перевозки являются прибыльным бизнесом и осуществляются не только государственными, но и частными компаниями. Напротив, сегмент пассажирских перевозок, на которые ориентировано производство ВАГОНМАШа, убыточен и представлен в первую очередь госкомпаниями, зачастую финансирующими обновление пассажирского вагонного парка по остаточному принципу. Как следствие, клиентская база ВАГОНМАШа заметно менее диверсифицирована, а поток заказов – менее стабилен и предсказуем.

Это подтверждается и волатильностью денежных потоков – в 2006 г. выручка компании, по нашим оценкам, будет заметно ниже выручки за 2005 г. Как нам пояснили представители организатора займа, это связано с переносом на 2007 г. крупных контрактов с РЖД и «Почтой России».

Финансовый профиль компании достаточно слаб. ВАГОНМАШ демонстрирует достаточно низкий уровень операционной рентабельности и имеет очень высокую долговую нагрузку (см. в табл. показатели покрытия долга и процентных платежей операционной прибылью).

Первый выпуск ВАГОНМАШа торгуется с доходностью около 9.75%, которая, по нашему мнению, не в полной мере отражает кредитный риск компании. Ориентируясь на доходность облигационного займа ВКМ-Финанс (около 10%), и принимая во внимание более слабый бизнес- и финансовый профиль ВАГОНМАШа, мы оцениваем справедливую доходность по новому выпуску компании на уровне не ниже 12%.

Ключевые консолидированные финансовые показатели группы «ВАГОНМАШ», МСФО		
Млн. руб.	2005	2006 прогноз МДМ-Банка
Выручка	2 532	1 875
Валовая прибыль	437	330
Операционная прибыль	148	109
Чистая прибыль	254	103
Финансовый долг	624	1 300
Собственный капитал	1 292	1 290
Активы	2 568	2 500
Основные средства	1 680	1 700
Ключевые показатели		
Валовая рентабельность(%)	17.3%	17.6%
Операционная рентабельность(%)	5.8%	5.8%
Чистая рентабельность (%)	10.0%	5.5%
Финансовый долг/Операционная прибыль (x)	4.2	12.0
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.5	1.0
Операционная прибыль/процентные платежи (x)	-	1.0

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка



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

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.Hovhannisyanyan@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.