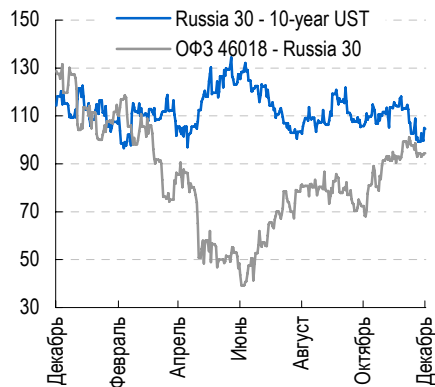
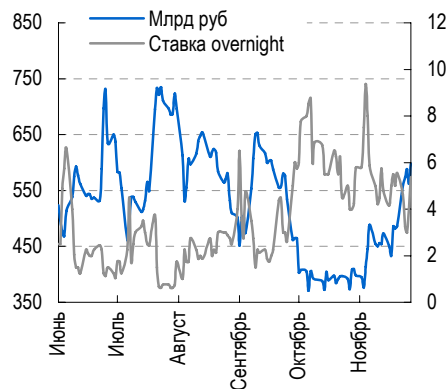


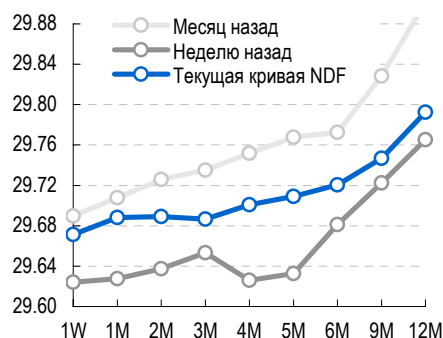
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 декабря	Данные в США Personal Income, Personal Spending, Durable Goods
22 декабря	Размещение обл. Уфа, Орехово-Зуево, Настюша, Еврокоммерц, ВТК
26 декабря	Размещение обл. Экспобанк, Концерн КАРО, КАРАТ, ВМУ-Финанс
27 декабря	Размещение обл. Золото Селигдара, РИГ групп, СТОУН-Финанс
27 декабря	New Home Sales в США
28 декабря	Consumer Confidence в США

Рынок еврооблигаций

- Доходности **US Treasuries** снизились, среагировав на **Philadelphia Fed. Emerging Markets** реагируют по-разному. В российском сегменте нулевая активность (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Рост ставок МБК мы объясняем неравномерным распределением ликвидности в банковской системе и высоким спросом на **РЕПО** в предновогодние дни. Комментарии по **МОЭСК-1** и **Волгоград-2** (стр. 2)

Новости и идеи

- ФК Еврокоммерц (NR): кредитный комментарий перед размещением.** К слабым сторонам кредитного профиля компании мы относим низкую диверсификацию пассивов, отсутствие банковской лицензии, невысокий уровень капитализации, короткую кредитную историю и растущий уровень конкуренции. Среди сильных сторон мы отмечаем эффективную бизнес-модель, высокий уровень гибкости, короткую дюрацию активов, адекватный уровень прозрачности и сильные рыночные позиции. (стр. 3)
- Зерновая компания «Настюша» (NR): кредитный комментарий перед размещением.** В дополнение к высоким бизнес-рискам эмитент характеризуется крайне низким уровнем финансовой прозрачности. (стр.4)
- Волжская текстильная компания (NR): кредитный комментарий перед размещением.** Ключевым риском для компании мы считаем высокий уровень конкуренции со стороны дешевого импорта. (стр.5)
- Вкратце: Г.Греф** сказал, что к 2008-2010 гг. темпы укрепления рубля станут незначительными
- Вкратце: Система (B3/B+/B+) и Газпром (A3/BBB/BBB-)** показали сильные финансовые результаты по МСФО за 3-й и 2-й кварталы, соответственно.
- Вкратце: ФАС** может провести антимонопольное расследование в отношении **Евросети (NR)**, сообщают «Ведомости» со ссылкой на представителя ФАС. Мы не думаем, что подобное расследование может оказать существенное негативное влияние на бизнес Евросети.
- Вкратце: Fitch** пересмотрело прогноз суверенного рейтинга Казахстана на «Позитивный»
- Вкратце: S&P** присвоило Волгоградской области рейтинг «B+/Стабильный»
- Вкратце: S&P** выпустило умеренно-позитивный обзор по банкам России, Украины и Казахстана

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.55	-0.05	-0.01	+0.16
EMBI+ Spread, бп	173	-1	-20	-72
EMBI+ Russia Spread, бп	99	+1	-17	-19
Russia 30 Yield, %	5.60	+0.01	-0.11	+0.06
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	+0.01	-0.10	-0.20
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	514.1	+36.7	+165.1	+23.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	83.7	-0.6	+24.2	-31.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	33.4	-	-	-
Overnight RUR, %	5.375	+1.38	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	0	-1.21
Нефть (брент), USD/барр.	62.5	-0.7	+3.0	+4.4
Индекс РТС	1864	-2	+161	+742

Рынок еврооблигаций

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

Вчера вечером доходности US Treasuries снизились, среагировав на вышедшие в 20.00 МСК слабые данные по индексу производственной активности Philadelphia Fed. К концу американской торговой сессии доходность **10-летних UST** опустилась на 5бп до 4.55%.

Спрэд EMBI+ вчера сузился еще на 1бп до рекордных 173бп (впервые этот уровень был зафиксирован 1 мая). В основном это произошло благодаря динамике аргентинских облигаций, которые выросли на сильных экономических данных.

Активность в российском сегменте близка к нулю. По итогам дня цена **Russia 30** (YTM 5.59%) не изменилась, редкие сделки заключались в диапазоне 113 1/2 - 113 5/8. К сегодняшнему утру ценовые уровни почти не изменились, а спрэд к UST расширился до 103бп.

В корпоративном секторе ликвидности также нет. Вчера мы видели лишь ограниченный интерес в некоторых выпусках, в частности, в выпусках **Sistema 11** (YTM 7.32%) и **VimpelCom 16** (YTM 7.43%), цена которых выросла, примерно, на 1/8.

Сегодня в США короткий предпраздничный день. Но, несмотря на это, будут опубликованы данные по динамике расходов населения (Personal Spending). ФРС США придает этому показателю важное значение, т.к. он позволяет прогнозировать темпы инфляции.

Рынок рублевых облигаций

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

Пользуясь неравномерностью распределения рублевой ликвидности в системе и большим спросом на РЕПО перед концом года, богатые ликвидностью банки стараются удерживать ставки МБК на как можно более высоком уровне. Иначе никак не объяснить вчерашний рост ставок overnight до 4.5-5.5% и сегодняшние уровни в 5.5-6.0%. И это при том, что сумма корсчетов и депозитов уже без малого 600 млрд. Еще около 30 млрд. поступит в банковскую систему сегодня – вчера банки продали в ЦБ порядка USD1.5 млрд. (13 млрд. банки вернут по прямому РЕПО).

Рынок госбумаг вчера оказался под давлением со стороны продавцов – котировки большинства ОФЗ снизились на 5-10бп. Это касается как длинных, так и коротких выпусков. Лучше других вел себя выпуск **ОФЗ 46018** (YTM 6.53%), цена которого выросла на 9бп.

Не стали большим сюрпризом итоги дебютного аукциона по размещению **ГСО** (государственные сберегательные облигации). По условиям эмиссии, эти бумаги не будут обращаться на вторичном рынке. Объем выпуска составил 1 млрд. рублей, срок погашения – 19 января 2011, ставка ежеквартального купона – 6.1%. По итогам размещения было продано чуть менее половины выпуска (415 млн. рублей), средневзвешенная доходность сложилась на уровне 6.39%. Очевидно, что спекулятивным инвесторам такой выпуск вряд ли может быть интересен, ведь аналогичный по дюрации, но торгуемый и ликвидный **ОФЗ 25059** предлагает доходность на уровне 6.30%.

Не очень удачно прошел вчера и аукцион Банка России по продаже **ОБР-3**. Из предложенных 10 млрд. рублей было продано бумаг лишь на 214 млн. Средневзвешенная цена сложилась на уровне 97.63%, что соответствует доходности в 5.06%.

В корпоративных облигациях вчера наблюдались небольшие разнонаправленные движения котировок. Мы хотели бы остановиться лишь на двух выпусках. Котировки вышедшего в среду на вторичные торги выпуска **МОЭСК-1** (YTM 8.05%) вчера снизились на 17бп. Несмотря на казалось бы привлекательный спрэд к **Мосэнерго-2** (YTM 7.60%) – выпуску генерирующей компании того же региона – мы не считаем облигации МОЭСК привлекательными. Во-первых, кредитный профиль Мосэнерго теперь определяется в первую

очередь предстоящим переходом этой компании под контроль Газпрома. Во-вторых, мы ожидаем в ближайшие месяцы более интересных с точки зрения риск/доходность предложений от сетевых и генерирующих электроэнергетических компаний. Вторым выпуском, на который мы бы хотели обратить внимание, являются размещенные недавно облигации **Волгоград-2** (YTM 9.45%). Ориентируясь на «карту доходности» облигаций региональных и местных администраций, мы полагаем, что справедливая доходность за риск этого крупного муниципального образования не должна превышать 9%.

Еврокоммерц (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ЗАО «Факторинговая компания «Еврокоммерц» объемом 1 млрд. руб. сроком на 3 года с годовой офертой.

Еврокоммерц специализируется на факторинге, т.е. финансировании компаний в обмен на уступку прав денежных требований (дебиторскую задолженность). В данном сегменте компания занимает лидирующие позиции в России. Основными конкурентами Еврокоммерца являются российские банки. Совсем недавно контрольный пакет акций компании (50%+2) был приобретен фондом прямых инвестиций Russia New Growth Fund под управлением Troika Capital Partners. Насколько мы понимаем, сумма сделки составила около US\$6-8 млн.

Основу активов Еврокоммерца составляют кредиты небольшим торговым и производственным компаниям сроком на 1-3 месяца. В числе крупнейших дебиторов – торговые сети (Метро, Ашан, Магнит) и промышленные предприятия (НСММЗ, РЖД, Роснефть). По нашим оценкам, эффективная ставка по кредитам (с учетом фиксированных комиссионных платежей) составляет около 30-35%.

На наш взгляд, ключевыми слабыми сторонами кредитного профиля компании Еврокоммерц являются:

- 1) Слабая диверсификация баланса. В первую очередь это касается пассивов. Почти 90% обязательств по состоянию на конец 3-го квартала 2006 г. приходится на кредит от казахстанского банка ТуранАлем. Крупнейший кредитор имеет своих представителей в Совете директоров Еврокоммерца. Активы компании заметно более диверсифицированы. На 10 крупнейших клиентов приходится около 15% кредитного портфеля. Показатели рентабельности компании превышают среднеотраслевые для российского банковского сектора (ROE и ROA).
- 2) Отсутствие банковской лицензии. В отличие от банков, Еврокоммерц не обязан соблюдать регулятивные требования Центробанка в части управления рисками и адекватности капитала. В силу того, что по своей сути Еврокоммерц является финансовым институтом, а факторинг – финансовой услугой, нельзя исключать, что в какой-то момент эта деятельность станет регулируемой, что также несет в себе определенные бизнес-риски.
- 3) Невысокая капитализированность бизнеса. Активы компании по состоянию на конец 3-го квартала составляли около 3 млрд. руб., в то время как капитал – лишь 74 млн. руб. Даже с учетом недавних вливаний в капитал, сделанных на уровне материнской группы, соотношение «Капитал/активы» по группе составляет около 10%.
- 4) Короткая кредитная история. Бизнес был основан в 2000 г., а прозрачная юридическая структура была сформирована лишь в марте 2006 г.
- 5) Растущая конкуренция. Российские и иностранные финансовые институты, вероятно, будут активизировать свою деятельность в этом привлекательном сегменте.

Частично эти риски компенсируются следующими факторами:

- 1) Эффективная бизнес-модель. По эффективной ставке около 30-35% компания фактически принимает на себя риски достаточно крупных и зачастую сильных компаний-дебиторов. При этом Еврокоммерц не несет кредитные риски своих непосредственных клиентов, переуступающих права требования.
- 2) Большая гибкость по сравнению с конкурентами из-за отсутствия банковской лицензии, небольших размеров и концентрации бизнеса на одном сегменте финансовых услуг.
- 3) Сильные позиции на перспективном и быстрорастущем рынке. Компания лидирует с долей рынка около 26% по состоянию на середину 2006 г. и имеет широкое представительство в регионах
- 4) Очень короткая дюрация активов, не требующая привлечения долгосрочных пассивов
- 5) Достаточный уровень прозрачности. Компания готовит отчетность в соответствии со стандартами МСФО и раскрывает конечных бенефициаров. После приобретения контроля фондом RINGF можно ожидать роста качества корпоративного управления.

На наш взгляд, в настоящее время по уровню кредитного качества компания Еврокоммерц сопоставима с динамично растущими российскими банками 3-го эшелона. Мы полагаем, что справедливая доходность по дебютному займу компании должна соответствовать верхней границе доходности обращающихся банковских облигаций – т.е. около 12.0-13.0%. Соответствие этого уровня ставке кредита, полученного компанией от Банка ТуранАлем (13%), является косвенным подтверждением правильности данной оценки. Мы полагаем, что по мере демонстрации Еврокоммерцем хороших темпов роста и позитивных финансовых результатов справедливая стоимость риска для компании заметно снизится.

Ключевые финансовые показатели группы Еврокоммерц по итогам 3-го квартала (компания была сформирована 28 марта)

Млн. руб., МСФО	на 30 сентября 2006 г.
Активы	3 191
Кредитный портфель	2 785
Капитал	321
Доходы от факторинговой деятельности (процентные и комиссионные доходы)	281
Чистая прибыль	69

Источник: данные компании

НАСТЮША (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится дебютное размещение облигационного выпуска ООО «Зерновая компания «Настюша» объемом 1 млрд. руб. сроком на 3 года с полуторогодовой офертой. Поручителем выступает хлебобулочный комбинат ОАО «Москворечье», входящее в состав группы компаний «Настюша».

Настюша специализируется на закупке, хранении и переработке зерна, а также на производстве хлебобулочных изделий. Основной бизнес компании сосредоточен в России (хлебокомбинаты и мукомольные предприятия в Москве и Московской области, сеть элеваторов в Краснодарском крае и Омской области) и Казахстане (сеть элеваторов). Помимо этого у Компании есть несколько сельскохозяйственных активов в Калининградской области и Литве (животноводство и птицеводство). «Настюша» является одним из лидеров на российском зерновом и мукомольном рынке. Компания контролируется семьей Пинкевичей, которая, согласно информационному меморандуму контролирует 80% акций группы.

По нашему мнению, кредитный профиль «Настюши» характеризуется высокими бизнес-рисками. Из-за высокой сезонности, непредсказуемости урожая, фрагментированности рынка и высокой конкуренции, цены на зерно и муку достаточно волатильны, а маржа производителей – крайне низка. Эти риски отчасти компенсируются сильными рыночными позициями «Настюши».

У «Настюши» нет консолидированной отчетности по МСФО, что затрудняет анализ финансовых рисков группы, учитывая, что в нее входит более 60 предприятий. Представленная в меморандуме консолидированная отчетность по РСБУ по эмитенту – ООО «Зерновая компания «Настюша» – не позволяет адекватно оценить уровень рентабельности и долговой нагрузки по группе в целом. Выручка эмитента по итогам 2006 г. составит лишь около USD200-250 млн., тогда как, согласно меморандуму, выручка группы в целом по итогам года достигнет USD950 млн. Показатели долговой нагрузки у эмитента очень высоки. Как они выглядят по группе в целом, на основе предоставленной информации оценить нельзя. Компания заявляет, что уже в 2007 г. подготовит отчетность по МСФО.

На наш взгляд, из-за низкого уровня прозрачности группы, высоких бизнес- и финансовых рисков справедливая доходность по облигациям компании составляет более 14%. Публикация консолидированной аудированной отчетности и демонстрация приемлемых финансовых результатов, вероятно, позволит «Настюше» снизить стоимость заимствований.

Ключевые финансовые показатели ООО «Зерновая компания «Настюша», РСБУ		
Млн. руб.	2005	9 мес. 2006
Выручка	7 591	4 649
Валовая прибыль	400	189
Операционная прибыль	400	141
Чистая прибыль	2	100
Финансовый долг	4 623	4 594
Собственный капитал	84	157
Активы	7 775	7 772
Основные средства	3 452	3 325
Ключевые показатели		
Валовая рентабельность(%)	5.3%	4.1%
Операционная рентабельность(%)	5.3%	3.0%
Чистая рентабельность (%)	0.0%	2.2%
Финансовый долг/Операционная прибыль (annualized) (x)	11.6	29.3
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	55.0	29.3
Операционная прибыль/процентные платежи (x)	2.3	1.6

Источник: данные компании

ВТК (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «ВТК» (Волжская текстильная компания) объемом 1 млрд. руб. и сроком на 3 года с годовой офертой.

Компания была образована в августе этого года на базе двух крупных текстильных производств Чувашии: ОАО «Корпорация «ЧХБК» и ЗАО «Чебоксарский трикотаж». ВТК занимает заметное место на фрагментированном рынке текстильной продукции России, и еще более заметное – в республике Чувашия. Минимуществу Чувашской Республики принадлежит 20% акций ВТК. Мы полагаем, что Республика имеет ограниченные возможности по поддержке данного предприятия в случае возникновения финансовых затруднений.

ВТК является компанией полного производственного цикла и включает собственное прядильное, ткацкое, швейное и отделочное производство, а также выпускает трикотаж и чулочно-носочные изделия. Все основные активы сосредоточено в рамках одного юридического лица и территориально располагаются на двух смежных площадках.

В своем дальнейшем развитии ВТК делает основную ставку на производство товаров с высокой добавленной стоимостью: домашнего текстиля и конкретно постельного белья. По оценкам компании, ее доля на этом рынке в настоящий момент составляет 7%.

По нашему мнению, ключевым бизнес-риском для ВТК является конкуренция со стороны других текстильных производителей и дешевого азиатского импорта, в том числе нелегального. Предприятие зависит от государственной внешнеторговой политики в части регулирования импорта сырья и текстильной продукции. В среднесрочной перспективе вступление России в ВТО может негативно повлиять на конкурентоспособность отечественной легкой промышленности.

Финансовый профиль компании достаточно слаб – выручка ВТК растет медленными темпами, операционная рентабельность низка, а пространства для увеличения долговой нагрузки почти не осталось (см. табл.).

Учитывая все вышеперечисленные факторы, мы оцениваем справедливую доходность по облигациям ВТК на уровне не ниже 13%.

Ключевые финансовые показатели ОАО «ВТК»*, РСБУ

Млн. руб	2005 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	1 968.9	1 581.1
Валовая прибыль	274.6	323.9
ЕБИТДА	106.8	105.8
Чистая прибыль	397.0	331.6
Финансовый долг	638.1	719.9
Собственный капитал	2 182.8	2 610.1
Основные средства	1 234.1	2 145.5
Активы	3 060.3	3 638.0
Ключевые показатели		
Валовая рентабельность (%)	13.9%	20.5%
Рентабельность ЕБИТДА (%)	5.4%	6.7%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	6.0	5.1
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.30	0.27
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	3.0	2.7

Источник: данные компании

* до момента объединения (август 2006 г.) приведены суммарные данные компаний.



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.