



Мир желаний, мир возможностей!

Облигации Вимм-Билль-Данн 01

*Точка Роста на падающем рынке... Разгон инфляции
обещает высокие ставки купонов и рост цены*

*Рекомендация
Справедливая Цена*

ПОКУПАТЬ
99.50-100.50

- ✓ Мы ожидаем роста доходности рублевых облигаций в 2005 г. минимум на 100-150 б.п. на фоне роста процентных ставок в США и ослабления курса рубля против доллара. Ситуация усугубилась серьезным разгоном инфляции в России в конце 2004 и начале 2005 гг, что фундаментально толкает доходности облигаций вверх. Доход от вложений в высококлассные облигации в 2005г не превысит 4-7%.
- ✓ При этом объем рублевой ликвидности в банковской системе остается значительным, что стимулирует инвесторов не сокращать портфели облигаций, а переструктурировать их в пользу кратко- и среднесрочных облигаций, как правило, второго эшелона, которые при низкой дюрации обладают высокой доходностью. Поэтому в последнее время заметно вырос спрос на «качественные» облигации (с кредитными рейтингами) второго эшелона с короткой дюрацией.
- ✓ Облигации ВБД-01 как раз являются «высококачественными» облигациями второго эшелона с короткой дюрацией. При этом они обладают уникальным качеством для российского рынка облигаций – их купоны привязаны к темпу инфляции. Последние 2 года это качество не было актуальным по причине снижения инфляции. В итоге, облигации ВБД-01 не пользовались популярностью. Одновременно, низкая популярность этих бумаг была связана с трудной калькуляцией будущих купонов и, соответственно, доходности к погашению.
- ✓ **Сейчас ситуация кардинально изменилась. Заметный разгон инфляции в конце 2004 г. и в январе 2005 г. обеспечит высокие процентные ставки по двум последним купонам ВБД-01, что делает эти облигации лучшим защитным активом на нестабильном рынке, хеджирующим от роста инфляции и доходности на рынке. Кроме того, до погашения осталось только 2 неизвестных купона, которые уже достаточно легко просчитываемы, что сильно облегчает задачу определения доходности к погашению. Доход от инвестиций в ВБД-01 в 2005 г. составит не менее 12%.**

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверия, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любой момент без предварительного уведомления.

© 2005, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

▲ ОБЛИГАЦИИ ВБД-01: РЕКОМЕНДАЦИЯ – ПОКУПАТЬ
Методика определения процентной ставки по купонам ВБД-01

- Купон, привязанный к инфляции, только недавно стал восприниматься как преимущество

Размер процентной ставки по купонам облигаций ВБД-01 определяется по формуле:

$$C_j = \text{Inflation } 12M_j - 1.92\%$$

где **Inflation 12M_j** - рассчитываемый Госкомстатом ИПЦ (индекс потребительских цен) за календарный год, окончившийся не позднее, чем за 45 дней до даты начала j-того купонного периода.

- Последние 2 купона будут иметь процентные ставки на высоком уровне из-за неожиданно крайне высоких темпов инфляции

Таким образом, ставка предпоследнего 5 купона (12/04/05 – 11/10/05) определяется за период с января 2004 г. по январь 2005 г., а ставка последнего 6-го купона (11/10/05 – 11/04/06) определится по итогам инфляции за период с июля 2004 по июль 2005 г.

1.92% – коэффициент, отнимаемый от официального уровня инфляции для получения ставки купона по облигациям ВБД-01.

Даты определения последних 2-х предстоящих купонов ВБД-01 приходятся на пик разгона инфляции (вторая половина 2004 и первая половина 2005 г.), что обеспечит высокие % ставки по последним купонам. Предыдущие 2 купона были определены на дне темпов инфляции и имели низкие % ставки (см. График).

Цена ВБД-01, % и объемы торгов, млн. руб.

Цена ВБД-01 и инфляция за последние 12 мес., %

Оценка инфляции в 2005 г.

- Инфляция в РФ в 2005 г. будет в диапазоне 10.5-13.5%...

Инфляция показала заметное ускорение в конце 2004 г., что привело к росту годовой инфляции до 11.7% против правительственного прогноза в 10% на 2004г.

- ... Это обеспечит процентные ставки по последним 2-м купонам ВБД-01 не менее 10.5-11.5% годовых

Январь 2005 продемонстрировал еще более значительный всплеск инфляции (1.9% за 17 дней) и по итогам месяца темп роста потребительских цен может превысить 2.7%, что будет максимумом с 2002 г. Очевидно, что правительственный прогноз инфляции в 8.5% на 2005 г. не выполним и инфляция за год будет не ниже 10% и возможно даже превысит 13%.

Дополнительный пресс на инфляцию, кроме крайне благоприятной конъюнктуры на мировых товарных рынках, окажет монетизация льгот и более раннее и в большем объеме повышение пенсий, о чем заявил президент и правительство (для снижения социальных протестов).

- Более низкие темпы инфляции практически невозможны без ущерба для экономического роста

Очевидно, что годовой план по инфляции провалился и финальная цифра годовой инфляции теперь зависит от приоритетов властей.

Снизить инфляцию будет действительно крайне сложной задачей, ведь необходимое для этого ужесточение монетарной политики может серьезно снизить и без того падающие темпы экономического роста в стране. Кроме того, возросшие социальные выплаты для снижения протестов населения серьезно давят на инфляцию и явно не были просчитаны со стороны власти. Мы рассчитали 3 сценария инфляции в зависимости от действий правительства. Даже по оптимистичному сценарию инфляция будет не ниже 10.5%.

▲ ОБЛИГАЦИИ ВБД-01: РЕКОМЕНДАЦИЯ – ПОКУПАТЬ
Инфляция в РФ (месяц к месяцу) 2001-2004 и сценарии на 2005, %

	Фактическая				Сценарии на 2005 г. (прогноз) *		
	2001	2002	2003	2004	Оптимистичный (1)	Сохраняются темпы 2004г. (2)	Пессимистичный (3)
январь	1.028	1.031	1.024	1.018	1.027	1.027	1.03
февраль	1.023	1.012	1.016	1.01	1.013	1.01	1.015
март	1.019	1.011	1.011	1.008	1.01	1.008	1.013
апрель	1.018	1.012	1.01	1.01	1.01	1.01	1.012
май	1.018	1.017	1.008	1.007	1.008	1.007	1.01
июнь	1.016	1.005	1.008	1.008	1.005	1.008	1.008
июль	1.005	1.007	1.007	1.009	1.004	1.009	1.007
август	1	1.001	0.996	1.004	0.995	1.004	1
сентябрь	1.006	1.004	1.003	1.004	1	1.004	1.003
октябрь	1.01	1.011	1.01	1.011	1.01	1.011	1.01
ноябрь	1.014	1.016	1.01	1.011	1.009	1.011	1.01
декабрь	1.016	1.015	1.011	1.011	1.009	1.011	1.012
За год	18.70%	15.12%	11.99%	11.67%	10.44%	12.66%	13.77%

(1) – Оптимистичный. Разгон инфляции в начале года будет краткосрочным. Правительству удастся сбить накал социальных протестов без серьезного повышения зарплат и пенсий, ограничив потребительский спрос и давление на инфляцию. При этом ЦБ РФ заметно увеличит объем стерилизации избыточной банковской ликвидности за счет снижения покупок валюты и резкого укрепления рубля, продажи ОБР и госбумаг из своего портфеля. Минус этого сценария в том, что экономический рост в РФ может оказаться заметно ниже плана. Именно поэтому мы считаем этот сценарий маловероятным. Власти не захотят побороть инфляцию ценой замедления роста экономики.

(2) – Сохраняются темпы инфляции 2004 г. Механический перенос месячных темпов роста инфляции в РФ в 2004 г. на 2005 г. за исключением января 2005 г., где темпы роста инфляции оценены нами на уровне 2.7%.

(3) – Пессимистичный. Возросшие в январе 2005 г. темпы роста потребительских цен (до 3%) останутся на высоком уровне весь 2005 г. по причине значительных социальных выплат и благоприятной конъюнктуры на мировых товарных рынках. Правительство и ЦБ РФ не будут предпринимать серьезных мер по стерилизации избыточной ликвидности, боясь снизить темпы экономического роста в стране, которые и так идут по нисходящей последние 6 мес. Правительство признает невозможность удержать инфляцию без ущерба для экономического роста и сконцентрируется на серьезной борьбе с инфляцией только начиная с 2006 г.

Оценка справедливой цены облигаций ВБД-01

Прогнозная инфляция 2005 (ИПЦ за 12 мес), год к году, %			
Год к году	Оптимистичный сценарий	Сохраняются темпы 2004г.	Пессимистичный сценарий
январь (определяется купон с началом 12/04/05)	12.66%	12.66%	12.99%
февраль	13.00%	12.66%	13.55%
март	13.22%	12.66%	14.11%
апрель	13.22%	12.66%	14.34%
май	13.33%	12.66%	14.68%
июнь	13.00%	12.66%	14.68%
июль (определяется купон с началом 11/10/05)	12.44%	12.66%	14.45%
август	11.43%	12.66%	14.00%
сентябрь	10.98%	12.66%	13.88%
октябрь	10.87%	12.66%	13.77%
ноябрь	10.65%	12.66%	13.66%
декабрь (за год)	10.44%	12.66%	13.77%

Как мы уже писали в начале обзора, важными для определения процентных ставок по купонам ВБД-01 станут январь 2005 г. и июль 2005 г., когда будет зафиксирована 12-мес. инфляция для формирования предпоследнего и последнего купона, соответственно. Еще раз отметим, что эти месяцы приходятся на пики по темпам инфляции, обеспечивая высокие процентные ставки по предстоящим купонам.

Предпоследний купон (12/04/05-11/10/05) уже определился, т.к. январь 2005 г. подходит к концу и темпы инфляции за 12 мес. уже определены на 97%. Погрешность может составить всего 0.4%: от 10.7% до 11.1% годовых. Напомним, что текущий купон всего 8.48% годовых.

Более высокая погрешность в зависимости от сценариев будет в последнем купоне – расхождение по оптимист. и пессимист. сценарию составит около 1% годовых. Тем не менее, последний купон в любом случае будет не ниже 10.5% годовых, т.к. его база уже на 50% сформирована фактической инфляцией с июля 2004 по январь 2005. Неопределенность вносят предстоящие 6 мес., которые могут заметно увеличить % ставку из-за разгона инфляции.

Прогноз процентной ставки купонов по облигаций ВБД-01			
Купон. период	Ставка купона (Прогнозный ИПЦ минус 1.92%), % годовых		
12/10/04 - 12/04/05	8.48% (текущий)		
12/04/05 - 11/10/05	10.74%	10.74%	11.07%
11/10/05 - 11/04/06	10.52%	10.74%	12.53%

Текущая рыночная цена	Доходность к погашению, % годовых		
98.00%	12.40%	12.49%	13.40%
Реальн. доходность, % год. (минус инфляция)	2.0%	-0.2%	-0.4%

Справедливая доходность и цена ВБД-01			
Доходность, % год.	11% (подробнее на следующей странице)		
Цена, % номинала	99.45%	99.55%	100.49%
Средняя (справедливая) цена	99.83%		

Расчеты МДМ-Банка

▲ ОБЛИГАЦИИ ВБД-01: РЕКОМЕНДАЦИЯ – ПОКУПАТЬ
Торговая Рекомендация

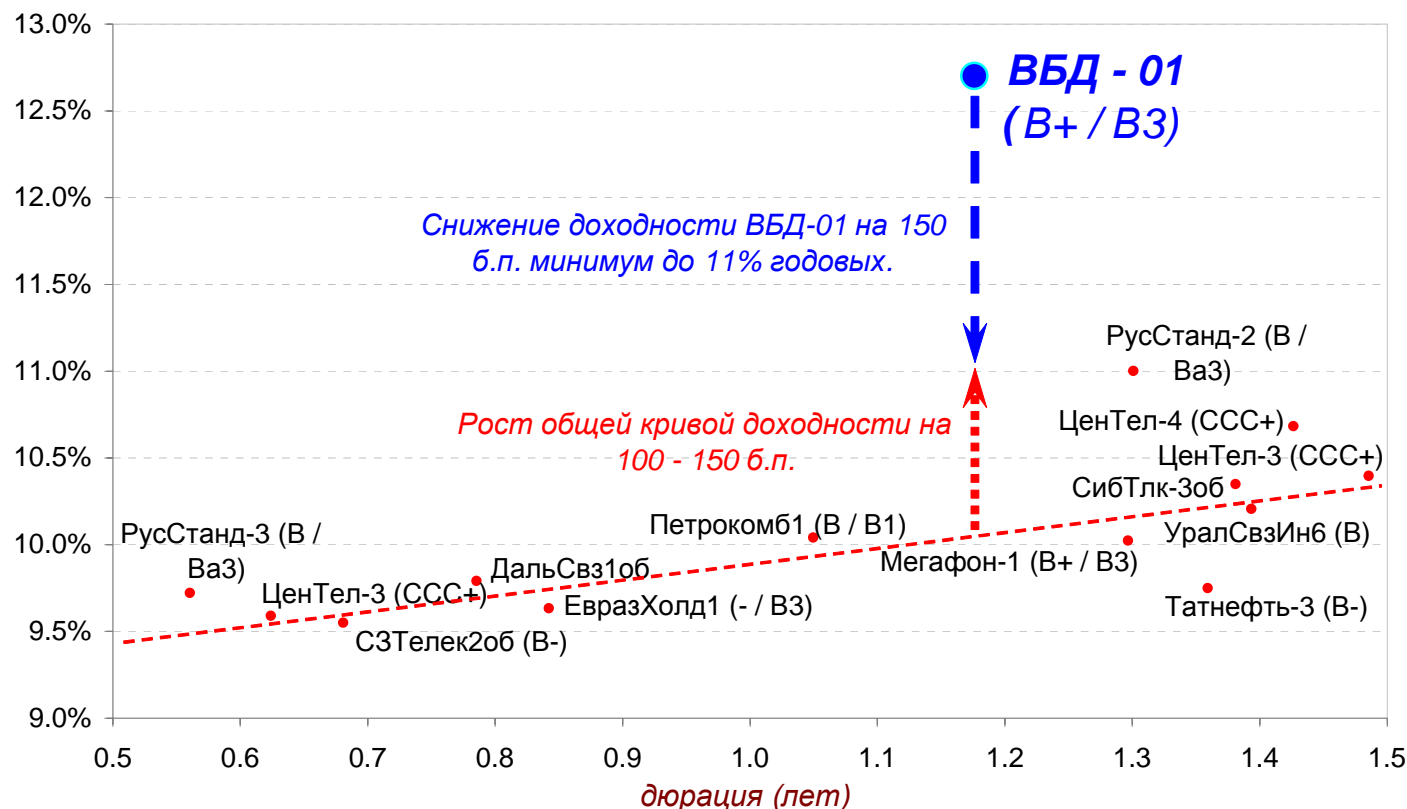
С достаточно приемлемой точностью определив будущие 2 купона, уже можно оценить реальную доходность к погашению облигаций ВБД-01. **При текущей рыночной цене в 98% от номинала доходность к погашению находится в диапазоне 12.40-13.40, т.е. в среднем на уровне 13% годовых.**

На *Графике текущей рыночной кривой доходности* видно, что облигации рейтинговой категории «В» (от В- до В+) имеют доходность к погашению около 10% годовых при дюрации около 1 года. Вимм-Билль-Данн имеет наивысший кредитный рейтинг в группе «В» - рейтинг «В+». Таким образом, недооценка ВБД-01 составляет не менее 300 б.п. при текущем состоянии рынка и справедливая цена сейчас должна быть около 101.00-101.50% от номинала для интеграции ВБД-01 в кривую доходности рейтингов «В».

С кредитной точки зрения, данный эмитент не вызывает у нас никаких опасений и недооценка ВБД-01 в 300 б.п. по доходности не может быть объяснена кредитным качеством. Мы считаем, что премия по доходности сложилась исторически из-за неопределенности будущих купонов – поэтому инвесторы требовали премию по доходности по облигациям ВБД-01 по отношению к облигациям с фиксированными ставками. Кроме того, еще 2-3 мес. назад, мало кто предполагал такой рост инфляции.

Сейчас же неопределенность с будущими процентными ставками по купонам практически отсутствует (погрешность составляет в среднем не более 1% годовых), поэтому ВБД-01 должен перестать торговаться с премией к рынку. Кроме того, бумага не имеет downside по причине короткой дюрации (1.15 лет) и главное, она торгуется заметно ниже номинала в отличие от большинства бумаг на рынке с аналогичной дюрацией. Таким образом, цена ВБД-01 естественным образом будет стремиться к 100%.

С точки зрения текущей ситуации на рынке справедливая цена облигаций ВБД-01 находится на уровне 101.00-101.50. Однако, мы считаем необходимым оценить справедливую цену ВБД-01 по консервативному сценарию, учитывая ожидаемый нами рост ставок на рынке. Поэтому, справедливая доходность к погашению была взята нами не 10%, а 11%% годовых (включает в себя вероятность роста рыночных ставок на 100 б.п.). Поэтому, диапазон справедливой цены составляет 99.50-100.50, что несет в себе заметный Upside от текущей рыночной цены.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ С КРЕД. РЕЙТИНГАМИ «В» (ПО S&P) НА 25/01/05




**МДМ-Банк,
Инвестиционный департамент**

Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172

Тел. (095) 795-2521, (095) 797-9500

Факс (095) 960-2250

Интернет: www.invest.mdmbank.ru

Bloomberg: MDMG <GO>

Инвестиционный Блок

Алексей Панферов Руководитель Инвестиционного Блока

Никита Рязуов Зам. Руководителя Инвестиционного Блока

Продажи долговых инструментов на российском и международном рынке

Игорь Суханов	Торговля, РЕПО и продажи на внутреннем рынке	sukhanov@mdmbank.com
Линаида Ерёмина	Продажи на внутреннем рынке (095) 363-55-83	leremina@mdmbank.com
Дмитрий Омельченко	Продажи на внутреннем рынке (095) 363-55-84	omelchenko2@mdmbank.com
Наталья Ермолицкая	Продажи на внутреннем рынке (095) 960-22-56	ermolitskaya@mdmbank.com
Александр Никонов	Торговые операции	nikonov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Торговые операции	lysenko@mdmbank.com
Алексей Базаров	Операции РЕПО	bazarov@mdmbank.com

Рынки долгового капитала

Андрей Добрынин	adobrynin@mdmbank.com
Тимур Кибатуллин	tkibatullin@mdmbank.com
Денис Гаевский	dgaevsky@mdmbank.com
Ирина Курылева	ikurylieva@mdmbank.com

Исследование рынка долговых обязательств

Артур Аракелян	arakelyan@mdmbank.com
Денис Гусев	gusevd@mdmbank.com

Анализ кредитных рисков

Евгений Попов	popove@mdmbank.com
---------------	--------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет за собой право делать любые выводы из полученной информации. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любое время без уведомления.

© 2005, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.