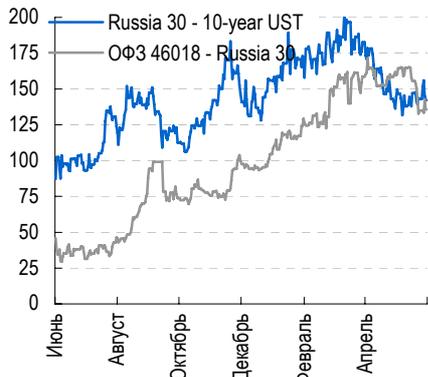
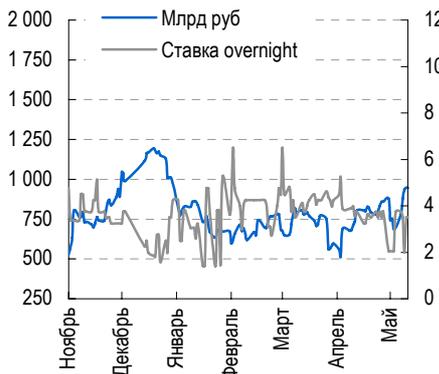


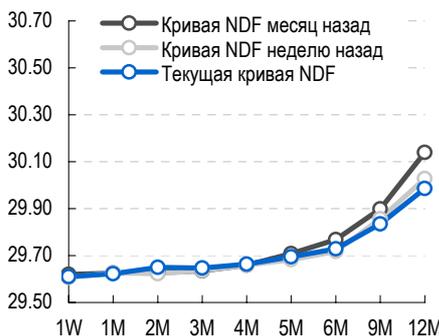
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

6 июн	Nonfarm Payrolls
6 июн	Размещение руб. обл. ОМЗ-6
9 июн	Размещение руб. обл. РИА ТомскОбл-1
10 июн	Размещение руб. обл. Чувашия-34007
10 июн	Размещение руб. обл. Банк Зенит-5
11 июн	"Бежевая Книга" ФРС
17 июн	Размещение руб. обл. РСХБ-7
19 июн	Размещение руб. обл. РенКап-3

### Рынок еврооблигаций

- Статистика и инфляционные ожидания – в пользу роста доходностей **UST**. Ориентиров по выпускам **ХКФБ** и **АК БАРСа** все еще нет. (стр. 2).

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Новых предложений все больше – инвесторам есть из чего выбрать. **ЦБ** продолжает покупать валюту. (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- **КуАз (NR)** после перерыва вновь опубликовал отчетность по **МСФО** (стр. 3).
- **Зампред ЦБ А.Корищенко** не исключил дальнейшего повышения нормативов резервирования для банков. Поводом для этого могут стать высокие темпы притока капитала (Источник: Reuters). Мы воспринимаем это заявление как очередной сигнал регулятора о том, что стоимость фондирования для российских банков в ближайшее время будет скорее расти.

- **Нутритек (S&P B)** озвучил некоторые результаты за **2007-й финансовый год**, который у компании заканчивается 31 марта. В связи с продажей молочного бизнеса в России объемы производства и реализации молочных продуктов Нутритека снизились по сравнению с 2006 г. При этом консолидированные показатели выручки и EBITDA изменились незначительно (≈390 млн. долл. и ≈72 млн. долл., соответственно) за счет роста продаж детского питания. Данных об объеме долга на отчетную дату пока нет. По нашим оценкам, соотношение «Чистый долг/EBITDA» у Нутритека составляет около 3х. При этом следует понимать, что компания уже инвестировала в покупку молочного предприятия в Новой Зеландии, но еще не консолидировала его результаты в своей отчетности. У Нутритека есть выпуск рублевых облигаций (9.5%) и два выпуска LPN по 50 млн. долл. Все они не отличаются высокой ликвидностью. В обращении также находятся ноты, выпущенные акционером под залог акций Нутритека. С момента IPO котировки акций компании снизились более чем на треть.

- **Северо-Западный Телеком (NR/BB-/BB-)** показал прекрасные результаты по **МСФО за 2007 г.** Выручка составила 24.2 млрд. руб. (+17.3%), показатель EBITDA margin увеличился до 36.5% (+4.3пп). Объем долга сократился в абсолютном выражении, а соотношение «Долг/EBITDA» опустилось с 1.5х до 0.9х. Недавно компания разместила интересные облигации с плавающим купоном.

- **Вкратце: Moody's** пересмотрело на «Негативный» прогноз рейтинга **Юниаструм Банка (B2)** из-за убытков и слабой капитализации.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.04	+0.06	+0.12	+0.01
EMBI+ Spread, бп	244	-4	-8	+5
EMBI+ Russia Spread, бп	148	-2	+2	+1
Russia 30 Yield, %	5.46	+0.03	+0.18	-0.05
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	-0.03	-0.08	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	522.6	-42.0	-47.6	-365.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	423.3	+39.5	+259.1	+308.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	98.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.5	-0.08	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.64	+0.02	+0.03	0
Нефть (брент), USD/барр.	127.5	+5.4	+7.2	+33.6
Индекс РТС	2352	-1	+199	+61

## Рынок еврооблигаций

Аналитики: *Дмитрий Смелов, Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com*

### СТАТИСТИКА И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ – В ПОЛЬЗУ РОСТА ДОХОДНОСТЕЙ UST

Опубликованная вчера очередная порция макроэкономической статистики (**рынок труда, розничные продажи**) оказалась оптимистичнее консенсус-прогнозов. Правда, вчера же увидели свет **цифры по ипотечной задолженности в США**: процент просрочки достиг 6.35% по всем категориям должников, и 18.8% – в сегменте subprime. Впрочем, участников рынка эти данные не удивили.

Очередной импульс получили инфляционные ожидания – вчера **ЕЦБ** и **Банк Англии** оставили ключевые процентные ставки неизменными, при этом глава **ЕЦБ** намекнул на возможность повышения ставки в будущем. В сочетании с неплохой статистикой это спровоцировало рост доходностей **US Treasuries** на 5-6бп. Доходность **10-летних UST** вновь превысила 4%.

Из других тем, наиболее активно обсуждавшихся вчера – слухи о проблемах у **Lehman Brothers**, а также очередные комментарии чиновников **ФРС (Конн, Плоссер, Лэкер)** по поводу «спасения» **Bear Stearns**. В частности, обсуждается тема *moral hazard*, т.е. повышенной склонности банков к риску из-за понимания того, что регулятор с высокой вероятностью поможет финансовым институтам избежать банкротства.

### ОРИЕНТИРОВ ПО ХКФБ И АК БАРСУ ВСЕ ЕЩЕ НЕТ

Собственно, именно price-talk по двум маркетируемым сейчас банковским выпускам – единственное, что может хоть как-то разнообразить достаточно скучные будни инвесторов в российские еврооблигации. Мы ждем появления ориентиров сегодня в течение дня.

Если же говорить о вторичном рынке, то российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.46%) вчера немного продавали вслед за **US Treasuries**, а спрэд сузился до привычных значений в 142-145бп. В корпоративном сегменте – покупки в **RSHB 18** (YTM 7.67%), а также в «нефтехимических» **NKNCRU 15** (YTP 9.16%) и **KZOSRU 11** (YTM 9.08%). **Казаньоргсинтез**, кстати, вчера объявил об успешном изменении ковенант в условиях выпуска еврооблигаций, касающихся долговой нагрузки.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### НОВЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ ВСЕ БОЛЬШЕ, ИНВЕСТОРАМ ЕСТЬ ИЗ ЧЕГО ВЫБИРАТЬ

В новостных лентах вчера появились сообщения о планах размещения новых выпусков с годовыми офертами от **РСХБ** и **Ренессанс Кредита**. *Price-talk* по первому выпуску – 8.0%-8.5%, по второму – 13.25%-13.75%. Оба ориентира выглядят достаточно заманчиво.

Непосредственно сегодня состоится размещение облигаций **Объединенных машиностроительных заводов**. Кредитный комментарий к этому выпуску мы публиковали вчера.

Вчера были объявлены новые купоны по выпускам **Инмарко-1** (купон составил 0.01%), **Бородино-1** (оставлен на уровне 10.50%), **Русское Море-1** (12.7% против нынешнего 9.5%), и **ТОАП-Финансы-1** (повышен до 16% с текущих 12%). Таким образом, облигации **Инмарко** наверняка в полном объеме покинут рынок. Честно говоря, купоны по остальным трем выпускам тоже нельзя назвать убедительными аргументами не пользоваться ближайшими офертами. Предложения выглядят достаточно «бледно», хотя бы на фоне упомянутых выше 13%+ за риск **Ренессанс Кредита**, входящего в «заветные списки» **ЦБ**.

Мы по-прежнему рекомендуем инвесторам не торопиться с покупками на вторичном рынке, обращая внимание на новые предложения и бумаги с новыми купонами, которые зачастую подразумевают достаточно привлекательные премии или просто адекватную компенсацию за риск.

### **НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОВОЦИРУЮТ ПРОДАЖИ. ЦБ ПРОДОЛЖАЕТ ПОКУПАТЬ ВАЛЮТУ**

Из наиболее примечательных событий вчерашних торгов мы обратили внимание на оффера в **АИЖК-10** (УТМ 9.29%) и **МосОбл-6** (УТМ 8.20%) которые пока с трудом находят покупателей. Мы также отметили продажи в выпусках **РСХБ-4** (УТР 7.75%), **РСХБ-6** (УТР 8.00%).

Ситуация с ликвидностью вполне благоприятна: сумма корсчетов и депозитов составляет более 900 млрд. руб. Центробанк, по оценкам наших дилеров, вчера вновь покупал валюту – порядка 400 млн. долл.

## **КуАз (NR) после долгого перерыва вновь опубликовал отчетность по МСФО**

**Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com**

До вчерашнего дня, отчетность КуйбышевАзота по международным стандартам мы видели лишь в меморандуме к размещению рублевых облигаций, подготовленном в феврале 2006 г. Отчетность касалась весьма «далеких» 2003 и 2004 годов. Вчера на сайте компании появилась отчетность за 2007-й год.

Возможно, сейчас к большей информационной открытости предприятие подтолкнула Международная Финансовая Корпорация (IFC), которая предоставляет КуАзу долговое и акционерное финансирование (в апреле 2008 г. IFC приобрела 3.5% акций компании за 20 млн. долл.).

На самом деле, в случае с КуАзом отсутствие отчетности по МСФО было не критичным, т.к. у компании нет значимых дочерних компаний, и российская отчетность является достаточно репрезентативной (см. табл.).

Что же касается самих результатов за 2007 г., то они выглядят весьма позитивно. Благоприятная рыночная конъюнктура, а также увеличение выпуска продукции в результате введения новых производственных мощностей обусловили значительный рост выручки компании (+34.9%). Увеличение доли высокомаржинальной продукции (полиамида и капролактама), а также тот факт, что цены на сырье росли медленнее, чем на продукцию компании, позволили КуАзу существенно повысить эффективность бизнеса. Показатель EBITDA margin по итогам 2007 г. достиг 19.9% против с 7.6% в 2006 г.

### **Ключевые финансовые показатели Группа «КуйбышевАзот»**

млн. руб.	РСБУ		МСФО	
	2007 г.	2006 г.	2007 г.	изменение
Выручка	17 213	12 847	17 331	+34.9%
Валовая прибыль	5 284	2 950	5 793	+96.4%
ЕБИТДА	3 699	970	3 446	+255.3%
Чистая прибыль	1 978	110	1 729	x15.7%
Чистый долг*	5 816	6 198	6 680	+7.8%
Капитал	7 365	5 338	6 729	+26.1%
Активы	15 612	14 223	16 527	+16.2%
<b>Ключевые показатели</b>				
Gross margin	30.7%	23.0%	33.4%	+10.4 п.п.
ЕБИТДА margin (%)	21.5%	7.6%	19.9%	+12.3 п.п.
Чистый долг/ ЕБИТДА (x)	1.6	6.4	1.9	
Чистый долг/ Капитал (x)	0.8	1.2	1.0	

*Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка*

Резкий рост операционной прибыли при незначительном увеличении объема долга привел к существенному улучшению показателей покрытия – соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилось до комфортного значения 1.9x против 6.4x в 2006 г. Насколько мы понимаем, далее КуАз будет проводить

достаточно взвешенную инвестиционную политику, поэтому рост долговой нагрузки в среднесрочной перспективе маловероятен.

Мы достаточно позитивно относимся к кредитному профилю КуАза. Компания имеет умеренную долговую нагрузку, представляет собой привлекательный актив с точки зрения потенциальных equity-сделок (в СМИ появлялась информация о возможном IPO; интерес к сектору сейчас высок), а также поддерживает весьма благоприятные с кредитной точки зрения отношения с IFC. Среди рисков мы обращаем внимание на возможный рост цен на сырье (бензол, проч.), а также укрепление рубля – эти факторы могут ослабить конкурентные позиции компании.

В то же время, выпуск облигаций КуйбышевАзот-2 (9.5%) не кажется нам очень привлекательным в связи с относительно длинной дюрацией и невысокой доходностью.



МДМ-Банк  
Корпоративно-  
Инвестиционный Блок  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172  
Тел. 795-2521

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

##### Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

#### Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

##### Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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

#### Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

#### Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

#### Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2008, 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.