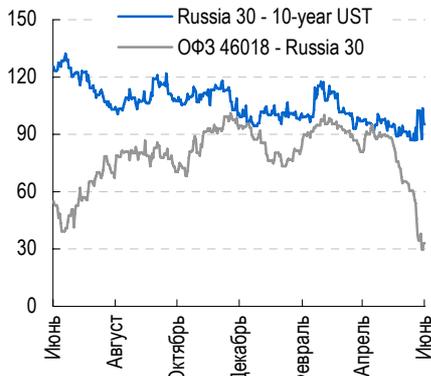
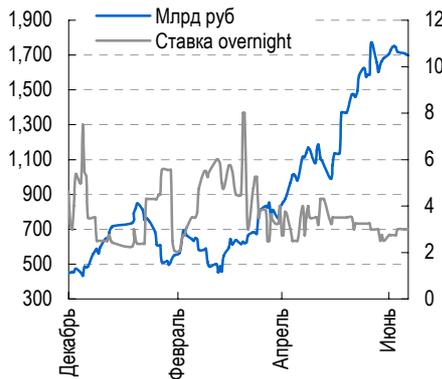


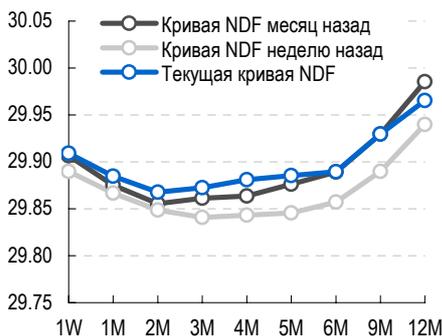
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

15 июня	Выплата акцизов, ЕСН
15 июня	Размещение руб.обл. ИнкомЛада-3
15 июня	Размещение руб.обл. МОИА-3
15 июня	Размещение руб.обл. Судостр.Банк-2
15 июня	Индекс цен потребителей CPI
18 июня	Размещение руб.обл. ИК Стратегия-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТрансКредитБанк-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТрансКредитБанк-2

### Рынок еврооблигаций

- В **US Treasuries** стабилизация, в **EM** и российском сегменте – позитивные настроения. Об облигациях **АТФ Банка** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Ориентиры по **МОИА-3** выглядят агрессивно. О других размещениях, прошедших вчера и намеченных на сегодня (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Инком-Авто (NR):** комментарий к размещению.
- Вкратце: Евраз (Ва3/ВВ-ВВ) объявил о намерении объединить свои угольные активы** – Южжубассуголь и Распадскую (Ва3/В+/В+). В результате сделки, которую еще предстоит одобрить, Евраз получит контроль над Распадской (сейчас – 40%), а та, в свою очередь, будет владеть Южжубассуголем. Новость, безусловно, должна привести к сужению спредов между выпуском **RASPAD 12** и кривой доходности еврооблигаций Евраза. Сейчас спрэд составляет около 25бп (потенциал сужения – 10бп).
- Вкратце: Высший арбитражный суд прекратил производство по иску Росимущества** о возврате аэропортового комплекса Домодедово в собственность государства. Однако чиновники Росимущества намерены продолжить борьбу (Источник: Ведомости). Насколько мы понимаем, даже если Росимущество найдет способ продолжить судиться по поводу Домодедово, риски для группы Ист Лайн (S&P B-), управляющей аэропортом, ограничены размером денежной компенсации за полученные в 1997 г. активы, т.к. в отношении самих этих активов были произведены материальные «неотделимые улучшения». Размер такой компенсации, по нашим оценкам, вряд ли превысил бы USD20-30 млн. Вчерашние новости должны поддержать облигации КААД-2 (9.50%).
- Вкратце: Банк Русский Стандарт получил кредитный рейтинг от агентства Fitch.** Рейтинг присвоен на уровне ВВ/Стабильный. Напомним, что у Русского Стандарта уже есть рейтинги от Moody's (Ba2/Стабильный) и Standard & Poor's (BB-/Стабильный). Наличие рейтингов от всех трех крупнейших рейтинговых агентств, в принципе, совсем не обязательно. Однако, в случае с Русским Стандартом, регулярно привлекающим средства на международном рынке капитала, получение третьего кредитного рейтинга – правильный шаг, который позволит технически поддержать будущие размещения банка.
- Вкратце: Fitch пересмотрело на «Позитивный» прогноз рейтинга Республики Коми (Ba2/NR/BB-).** Эта новость едва ли повлияет на котировки малоликвидных выпусков облигаций республики.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.22	+0.02	+0.52	+0.52
EMBI+ Spread, бп	159	-3	-4	-10
EMBI+ Russia Spread, бп	98	-2	+5	+2
Russia 30 Yield, %	6.18	-0.06	+0.52	+0.53
ОФЗ 46018 Yield, %	6.51	-0.02	+0.01	-0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	500.4	+3.4	+50.1	-165.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1198.4	-7.5	+188.4	+1083.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	71.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.89	-0.1	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	+0.01	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	71.4	+1.5	+3.3	+10.7
Индекс РТС	1870	+63	+44	-40

## Рынок еврооблигаций

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

В отличие от предыдущих дней, вчера на рынке US Treasuries было относительно спокойно. Весь день котировки облигаций колебались вблизи уровней закрытия среды. Статистика из США оказалась достаточно нейтральной – цифры по **Core PPI** и числу заявок по безработице оказались в рамках ожиданий. В итоге **10-летние UST** завершили день на отметке 5.22% (+26п). Сегодня в США выходит масса экономической статистики. Наиболее важны, конечно, данные по потребительской инфляции (**CPI**).

Стабилизация американского рынка придала уверенности сегменту **Emerging Markets**, где цены большинства индикативных выпусков выросли примерно на ½. Спрэд **EMBI+** сузился на 36п до 1596п. С фундаментальной точки зрения конъюнктура для EM достаточно благоприятна. Экономики США и Китая растут, поддерживая высокие цены на сырьевые товары. При этом пока невелики риски повышения ставки ФРС и начала оттока капитала из EM.

Оптимистичные настроения преобладали вчера и в сегменте российских еврооблигаций – котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 6.18%) выросли примерно на 3/8, спрэд **EMBI+Rus** сузился до 986п (-26п). Неплохой спрос был и в корпоративном сегменте, где котировки большинства выпусков подтянулись вверх примерно на 1/16-1/8. В лидерах закономерно оказался длинный **GAZPRU 34** (+1.25п.п.; YTM 6.67%), покупки также были отмечены в выпусках ЛУКОЙЛа. Кроме того, был заметный спрос на казахстанские еврооблигации, в частности **АТФ Банк**. Вероятно, инвесторы верят в слухи о скорой продаже банка крупному европейскому финансовому институту. Из всех выпусков АТФ нам больше всего нравится **АТФРР 14** (YTM 8.85%), чей Z-спрэд к свопам примерно на 106п шире, чем у более длинного **АТФРР 16** (YTM 8.83%).

## Рынок рублевых облигаций

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

На фоне отскока в еврооблигациях рублевые выпуски вчера тоже чувствовали себя неплохо: рост котировок по достаточно широкому спектру бумаг составил примерно 15-206п. Наиболее заметным стало движение в длинных госбумагах – **ОФЗ 46020** (+456п; YTM 6.83%), **ОФЗ 46017** (+296п; YTM 6.38%), **ОФЗ 46014** (+206п; YTM 6.27%).

Основное внимание участников рынка вчера было направлено на первичные размещения. Ставка купона по выпуску **Курганмашзавод-1** была установлена в размере 9.50% (YTP 9.73%), что соответствует нашей оценке справедливой доходности (9.50-10.00%). Доходность облигаций **Еврокоммерцбанк-2** сложилась на уровне 9.72% к годовой оферте (купон 9.49%). На наш взгляд, это довольно агрессивный уровень. Для сравнения более короткий **Еврокоммерцбанк-1** сейчас торгуется на уровне 10.27%. Напомним, что справедливую доходность нового выпуска мы оценивали на уровне 10.5-11.00%.

В ходе размещения **ФГУП УОМЗ-1** купон был зафиксирован в размере 9.40% (YTP 9.62%), это ближе к нижней границе нашей оценки (9.50-10.00%). Итоги остальных размещений: **ИжАвто-2** – купон 9.79% (YTP 10.03%), **Алмазный дом Грэйс-1** – купон 13.50% (YTP 13.96%).

Сегодня также пройдет ряд аукционов, самым интересным из которых, наверное, будет размещение выпуска **МОИА-3** (объем 5 млрд. рублей, 7 лет до погашения, и ожидаемая 1.5-годовая оферта от правительства Московской области, которая, согласно комфортному письму, появится до конца июня). Организатор прогнозирует доходность к оферте на уровне 7.60-7.85%, что соответствует Z-спрэду к свопам на уровне 210-2306п. На наш взгляд, это довольно агрессивный ориентир. Для сравнения, более короткий **МОИА-2** (YTP 7.32%) торгуется на уровне CSS/NDF+2606п. Справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем в диапазоне 8.05-8.15%.

Еще одно сегодняшнее размещение – **Судостроительный банк-2** (1 млрд. рублей, годовая оферта), price-talk организатора 9.50% по купону, что соответствует доходности на уровне 9.73% (CSS/NDF+4526п). Сейчас в обращении находится короткий первый выпуск банка, исторически его спрэд к свопам колебался на уровне 400-4506п. Исходя из этого ориентира организаторов выглядят достаточно адекватно. Наш комментарий по размещению облигаций группы **Инком-Авто** представлен ниже.

## Инком-Авто (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение третьего облигационного займа группы компаний Инком-Авто объемом 2 млрд. руб. сроком на 4 года с 2-летней офертой. Эмитентом выступает ООО «Инком-Лада» - субхолдинговая компания группы, выполняющая роль основной операционной единицы. Поручителями по выпуску являются ООО «Авто Трейд» (розничный оператор группы в г. Москва) и юридически не связанное с группой ООО «РЕГБИ».

Инком-Авто – один из лидеров российского автомобильного ритейла. Группа продает как отечественные автомобили (ВАЗ, ГАЗ, УАЗ), так и иномарки (официальный дилер Daewoo, Hyundai, Kia, Renault, Ford, Fiat, Opel, Chevrolet и др.). Компания также занимается сервисным обслуживанием и реализацией комплектующих. Продажи автомобилей формируют основу выручки Инком-Авто (83% по итогам 2006 г.). На долю сервисного обслуживания и продаже запчастей в 2006 г. пришлось 6% и 8% выручки соответственно. Основная часть автосалонов группы сосредоточена в Москве (25 из 28). Компания контролируется ее основателем Дмитрием Козловским. До конца июня 2007 г. ожидается вхождение в капитал компании американского фонда прямых инвестиций AIG.

На наш взгляд, российский автомобильный ритейл с точки зрения бизнес-рисков выглядит очень неплохо на фоне других сегментов розницы. На наш взгляд, он менее рискован по сравнению с бизнесом по торговле другими импортными товарами – парфюмерией, стройматериалами, одеждой, мебелью или бытовой техникой, и лишь немного уступает в привлекательности продуктового и фармацевтического ритейлу.

Ключевым преимуществом авторитейла по сравнению с другими видами непродуктовой розницы, на наш взгляд, является отсутствие рисков, связанных с импортом. Серый импорт новых автомобилей исчез в России с появлением ПТС (паспорт технического средства, в котором указана информация обо всех собственниках автомобиля и данные о прохождении им таможенного оформления). Что же касается сравнения с продуктовым и фармацевтическим ритейлом, то минусами автодилеров является их гораздо большая зависимость от производителей (маржа фиксирована), большая эластичность потребительского спроса и меньшие M&A аппетиты в секторе. В то же время, относительным преимуществом автодилеров мы считаем более низкий уровень конкуренции, т.к. автопроизводители жестко регулируют цены и осуществляют «зонирование» дилеров.

Подтверждением сравнительно низких бизнес-рисков в авторитейле могут служить высокие кредитные рейтинги, которые в преддверии размещения еврооблигаций получил лидер российского авторитейла – компания Рольф (ВАЗ/ВВ-). Комбинация рейтингов у Рольфа выглядит даже чуть сильнее, чем у признанного лидера российской продуктовой розницы – Х5 (В1/ВВ-).

Безусловно, Инком-Авто выглядит слабее Рольфа – компания заметно меньше, менее прозрачна (нет МСФО) и демонстрирует более слабые показатели рентабельности и долговой нагрузки (см. табл.).

Ключевые финансовые показатели				
USD млн.	Инком-Авто, консолидированная управленческая отчетность			Рольф, МСФО
	2004	2005	2006	2006
Выручка	278	374	577	2728
ЕБИТДА	15	18	30	215
Чистая прибыль	5	6	14	135
Финансовый долг	28	30	41	358
Собственный капитал	45	61	129	333
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	5%	5%	5%	8%
Рентабельность чистой прибыли (%)	2%	2%	2%	5%
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	3.0	3.4	4.3	1.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.6	2.0	3.1	1.1

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Исходя из того, что риски Рольфа и Х5 близки, мы считаем, что облигации Инком-Авто должны торговаться вместе с выпусками продуктовых ритейлеров 2-3 эшелонов, т.е. с доходностью около 10-11%. Облигации Инком-Пада-2 сейчас торгуются с доходностью 11.27%.



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
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

**Управляющий департамента аналитики****Алекс Кантарович, CFA**

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

**Анализ рынка облигаций и кредитного риска**

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

**Металлургия**

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

**Нефть и газ**

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@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
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@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
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

**Потребительский сектор**

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

**Электроэнергетика**

Джордж Лиллис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@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.

© 2007, 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, опубликовывать, 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.