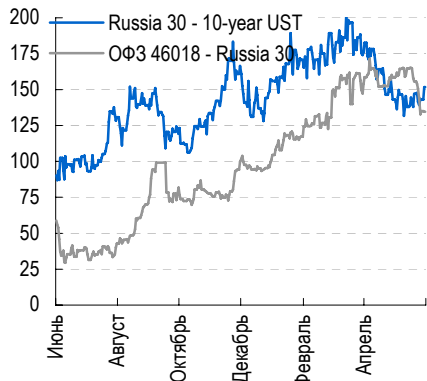
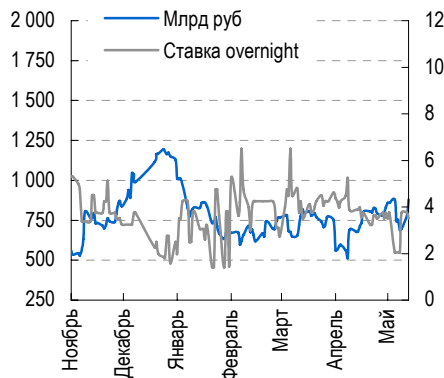


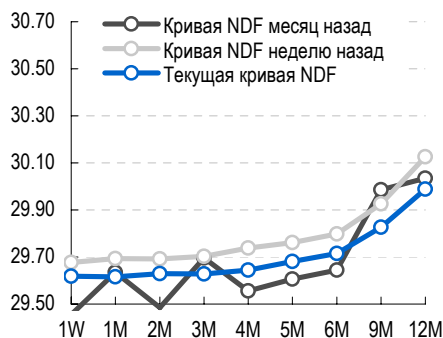
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

3 июн	Статистика по промышленным заказам
4 июн	Размещение руб. обл. Татфондбанк-4
4 июн	Размещение руб. обл. ВТБ24-3
4 июн	Размещение руб. обл. Москва-45
5 июн	Размещение руб. обл. АвтоВАЗ БО-4
6 июн	Nonfarm Payrolls
6 июн	Размещение руб. обл. ОМЗ-6
9 июн	Размещение руб. обл. РИА ТомскОбл-1

### Рынок еврооблигаций

- Кредитный кризис вновь напомнил о себе, спровоцировав волну «бегства к качеству» (стр. 2).

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Несмотря на пополнение рублевой ликвидности, инвесторы ведут себя достаточно осторожно. (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Татфондбанк (B2): комментарий к размещению** (стр. 3)
- Розничная сеть ДИКСИ (NR) опубликовала хорошие результаты за 1-й квартал 2008 г. по МСФО.** В 1-м квартале выручка ДИКСИ увеличилась на 48.6% до 459.3 млн. долл. Рентабельность по EBITDA выросла до 5.4% против 3.4% в 1-м квартале 2007 г. Долговая нагрузка пока остается умеренной – 2.3x в терминах «Чистый долг/EBITDA». По итогам 2008 г., компания рассчитывает получить выручку порядка 2.0-2.2 млрд. долл. По нашим оценкам, показатель EBITDA, в таком случае, составит около 110-120 млн. долл. В текущем году ДИКСИ планирует открыть 100 магазинов и оценивает свои потребности в инвестициях на уровне 160-200 млн. долл. На наш взгляд, при таком объеме инвестиций компания сможет удержать долговую нагрузку в пределах 3.0x. До смены ключевого собственника этот уровень компания называла предельным в рамках собственной финансовой политики. На наш взгляд, выпуск облигаций Дикси-1 (13.1% YTM) выглядит немного интереснее других длинных выпусков продуктовой розницы 1-го эшелона (X5, Магнит).
- НОМОС-Банк (Ba3/NR/B+) отчитался о результатах за 2007 г по МСФО.** Ключевые моменты – быстрый рост активов, снижение маржи, высокие показатели адекватности капитала, наличие небольших «разрывов ликвидности». В ближайшее время будет завершено размещение допэмиссии акций банка на 4.7 млрд. руб. На наш взгляд, после этого вероятно повышение его рейтингов.

- Поставщик авиационного топлива ТОАП (NR) теряет прямые контракты с нефтяными компаниями** (Источник: Коммерсантъ). Эта новость вряд ли обрадует держателей облигаций компании. Ранее мы видели еще несколько сообщений, сигнализирующих о возможных негативных изменениях в кредитном профиле ТОАПа, а именно – о большом объеме просроченной дебиторской задолженности и о сбое в поставках керосина авиакомпаниям. Напомним, что по выпуску ТОАП (YTP 18%) в текущем месяце наступает оферта.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.96	-0.10	+0.10	-0.07
EMBI+ Spread, бп	247	+4	-6	+8
EMBI+ Russia Spread, бп	154	+9	+7	+7
Russia 30 Yield, %	5.48	-0.01	+0.19	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	-0.02	-0.05	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	595.9	+52.2	-10.8	-292.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	284.5	+48.8	+214.5	+169.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	38.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.73	-0.15	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.65	+0.04	+0.03	+0.01
Нефть (брент), USD/барр.	128.0	+0.2	+13.4	+34.1
Индекс РТС	2453	-7	+331	+162

## Рынок еврооблигаций

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

### КРЕДИТНЫЙ КРИЗИС ВНОВЬ НАПОМНИЛ О СЕБЕ

Кредитный кризис вчера вновь напомнил о том, что он еще далек от завершения. Сначала британский ипотечный брокер **Bradford & Bingley** объявил об убытках за первые четыре месяца года, отметив, что ситуация на рынке недвижимости **Великобритании** резко ухудшается. Кроме того, оказалось, что у **Bradford & Bingley** есть обязательства по выкупу крупного портфеля кредитов у других банков. Затем стало известно об отставке главы 4-го по величине банка в США (**Wachovia**), что дало почву для слухов о возможных новых списаниях и убытках. Наконец, ближе к вечеру рейтинговое агентство **S&P** снизило на одну ступень рейтинги сразу трех ведущих инвестбанков США: **Lehman Brothers** (до «А»), **Morgan Stanley** (до «А+») и **Merrill Lynch** (до «А»). Прогноз по всем трем рейтингам – «негативный». Также **S&P** пересмотрело на «Негативный» прогноз по рейтингам **Bank of America** и **JPMorgan**.

Даже не самая плохая макроэкономическая статистика (индекс **ISM** в промышленности оказался чуть лучше ожиданий) не смогла противостоять такому потоку негативной информации. В итоге, мы наблюдали очередную волну «бегства к качеству», продажи на рынках акций и снижение доходностей **US Treasuries**. Доходность **10-летних UST** снизилась на 10 бп и составила 3.97%; **2-летние UST** опустились на 15бп до 2.51%.

В сегменте развивающихся рынков настроения смешанные: на отдельные бумаги (в основном выпуски **Бразилии, Венесуэлы**) спрос по-прежнему сохраняется, в каких-то выпусках идут продажи (в облигациях **Панамы** – на новостях о первичном размещении, **Аргентины** – на слухах об очередной забастовке фермеров) Спрэд **EMBI+**, по итогам дня, расширился на 4 бп до 247бп.

В российском сегменте в течение дня ничего интересного не происходило – выпуск **RUSSIA30** (YTM 5.59%) в цене почти не изменился, спрэд колебался около 145бп. За ночь он «технически» расширился до 150бп, но сегодня весьма вероятен рост котировок бенчмарка вдогонку за **UST**. В корпоративном секторе мы вновь отметили спрос на **NKNCRU 15** (YTP 9.09%) и **ROSBNK 09R** (YTM 9.01%). В целом, активность торгов остается низкой.

Сегодня в **США** будут опубликованы **данные по промышленным заказам и продажам автомобилей**.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Сегодня должно начаться роад-шоу нового выпуска Банка **АК БАРС** (BB-/Ba2). Объем размещения предположительно составит до 450 млн. долл., срок до погашения – 3-5 лет. Насколько мы понимаем, вопросы инвесторов в ходе роад-шоу будут касаться в первую очередь структуры собственности и связи банка с **Республикой Татарстан** (см. публикацию в сегодняшних «Ведомостях»).

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Несмотря на улучшение ситуации с ликвидностью (корсчета и депозиты банков в ЦБ выросли на 100 млрд., ставки овернайт – около 3.5%), настроение на рынке рублевых облигаций в начало недели можно было охарактеризовать как «осторожное». Один из возможных поводов – небольшое ослабление номинального курса рубля к корзине вопреки ожиданиям большинства участников рынка. Активных продаж заметно не было, но и покупать никто не стремился. Мы лишь отметили спрос нерезидентов на выпуски **Система-1** (YTP 8.13%), **СедьмойКонтинент-2** (YTM 8.42%), и продажи в **АИЖК-10** (YTM 9.24%).

В госсекции после пятничной переоценки портфелей котировки вернулись на уровни четверга. Большинство выпусков потеряли по 0.2-0.5пп. Напомним, что завтра **Минфин** проведет **аукцион** по выпускам **ОФЗ-46022** и **ОФЗ-25062**. Суммарный объем предложения составит 17 млрд. руб. Мы думаем, что размещение пройдет по уже привычной схеме.

На сегодня назначена оферта по выпуску **Техносила-1**. Мы не исключаем, что к оферте могут предъявить значительный объем выпуска, особенно учитывая не самый благоприятный новостной фон вокруг российских ритейлеров.

### **ЦБ О «РАСШИРЕНИИ КОРИДОРА»**

В интервью агентству «Интерфакс» первый зампред **ЦБ Алексей Улюкаев** отметил, что расширение «коридора» бивалютной корзины, озвученное в четверг главой **ЦБ**, будет проходить «плавно» и в несколько этапов. Примерно в таких же словах охарактеризовал действия **Банка России** и его председатель **Сергей Игнатьев**. На наш взгляд, эта новость в очередной раз подчеркивает, что резкое и скорое укрепление номинального курса рубля маловероятно.

### **НОВЫЕ КУПОНЫ**

Ставка по пятому купону выпуска **УЗПС-1** была установлена на уровне 10%, а по прошествии соответствующего купонного периода назначена дополнительная оферта. В последнее время облигации эмитента торговались с доходностью около 17%. На наш взгляд, шансы на сохранение бумаги «в рынке» возросли бы, если бы четко и публично было заявлено о том, что завод вместе с **Макси-групп** перешел под контроль **НЛМК (Ba1/BB+)**.

## **Татфондбанк (B2): комментарий к размещению**

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

Завтра состоится размещение 3-летних рублевых облигаций Татфондбанка. По нашей информации, по облигациям предусмотрена оферта через 1 год (по информации Cbonds.ru – через 1.5 года). Объем выпуска – 1.5 млрд. руб.

Мы вполне лояльно относимся к кредитному профилю Татфондбанка – одного из крупнейших в России региональных банков (~50-е место по размерам) и второго по величине финансового института в Республике Татарстан. Впрочем, мы считаем приемлемым кредитный риск абсолютного большинства крупных российских банков (см. специальный комментарий «Пять причин не бояться кредитного риска российских банков» от 28 сентября 2007 г.).

Тем не менее, мы бы хотели отметить следующие «узкие места» в кредитном профиле Татфондбанка:

- **Недостаточно прозрачная структура собственности.** В раскрываемом списке акционеров банка присутствуют известные в Татарстане компании, однако основной пакет акций сконцентрирован в руках малоизвестных юридических лиц и/или номинальных держателей. Ранее в презентационных материалах к долларовым облигациям Татфондбанка упор делался на его тесную связь с Правительством Республики, в т.ч. через участие в капитале. Однако в примечаниях к отчетности Татфондбанка по МСФО указывается, что банк вместе с группой аффилированных компаний контролируется несколькими физическими лицами. Возможно, эти утверждения не противоречат друг другу (так же, как и в случае с Банком АК БАРС, см. сегодняшнюю публикацию в «Ведомостях»). В любом случае, раскрытие Татфондбанком информации о собственниках мы считаем недостаточным.
- **Невысокая диверсификация кредитного портфеля.** На 23-х крупнейших заемщиков в конце 2007 г. пришлось почти 60% валового объема выданных кредитов (в 2006 г. – лишь 38%).

- **Низкая рентабельность.** Показатели отдачи на активы и капитал у Татфондбанка ниже средних по банковскому сектору (см. табл.).

К ключевым достоинствам кредитного профиля Татфондбанка мы относим:

- **Наличие запаса в показателях адекватности капитала.** На 1 января 2008 г. показатель Tier 2 ratio составлял 15.8% по сравнению с 8.8% в 2006 г. (требования Basel II – 8%; запас в показателе достаточности собственных средств по РСБУ на отчетную дату был сопоставимым). В марте 2008 г. акционеры приняли решение увеличить капитал еще примерно на треть. Насколько мы понимаем, этот процесс пока не завершился. По нашим представлениям, в результате последних допэмиссий акций банка, доля, прямо или косвенно контролируемая Республикой Татарстан, последовательно снижалась.
- **Отсутствие серьезных разрывов ликвидности.** Как следует из отчетности банка по МСФО, его активы и пассивы достаточно сбалансированы с точки зрения срочности.
- **Реалистичность перспектив повышения кредитного рейтинга.** Это может быть связано с регулярными инъекциями в капитал, ростом масштабов бизнеса и/или с какой-либо M&A-сделкой. Мы считаем вполне реалистичным сценарий, в рамках которого в ближайшие 12-18 месяцев Татфондбанк войдет в альянс/партнерство с более сильным финансовым институтом (например, Банком АК БАРС, Ва2/ВВ). Текущий рейтинг Татфондбанка лишь на 1 ступень ниже уровня, достаточного для появления облигаций банка в Ломбардном списке/списке репо ЦБ.

По нашей информации, организаторы ориентируют инвесторов на доходность по новому выпуску Татфондбанка на уровне 12.2%. На наш взгляд, это не слишком привлекательный уровень. В принципе, с такой же или очень близкой доходностью можно найти и репуемые в ЦБ банковские выпуски (МКБ, РенКап, ХКФБ). Облигации финансовых институтов с рейтингом В2 обычно торгуются с более высокой доходностью (Локо 12.5%, Кедр 13%, любимая нами ФК Еврокоммерс – 16%). Долларовые еврооблигации Татфондбанка с погашением в 2010 г. сейчас торгуются с доходностью около 10.5%, что соответствует рублевой доходности (через процентные свопы или валютные форварда) на уровне 13.25-13.5%. Правда, сейчас большинство рублевых бондов российских эмитентов торгуются «дорого» по сравнению с еврооблигациями.

#### Ключевые финансовые показатели Татфондбанка, МСФО

Млн. руб.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Чистый процентный доход	2 035	3 030	4 210
Операционный доход до формирования резервов	828	1 241	1 924
Резервы	-246	-202	-359
Операционные расходы	-563	-772	-1 161
Чистая прибыль	6	231	322
Денежные средства	1 155	1 957	3 461
Ценные бумаги	1 010	3 897	4 123
Кредитный портфель	14 535	20 319	29 682
Средства клиентов	10 521	15 928	19 703
Размещенные облигации/векселя	4 032	6 712	12 566
Собственный капитал	1 770	2 486	5 012
Активы	19 165	28 231	41 738
<b>Ключевые индикаторы</b>			
ROAE	0.5%	10.9%	8.6%
ROAA	0.0%	1.0%	0.9%
Cost/income ratio	68.0%	62.2%	60.3%
Чистая процентная маржа	5.3%	4.2%	4.2%
Уровень просрочки	n.a.	0.5%	0.9%
Tier 2 ratio	n.a.	8.8%	15.8%

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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.