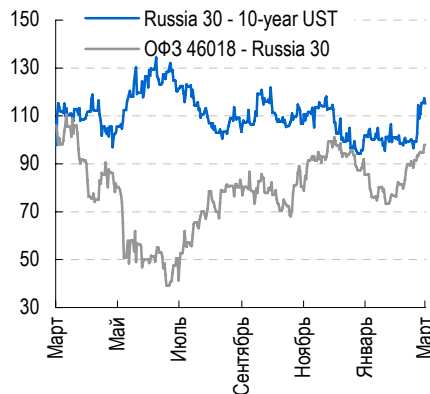


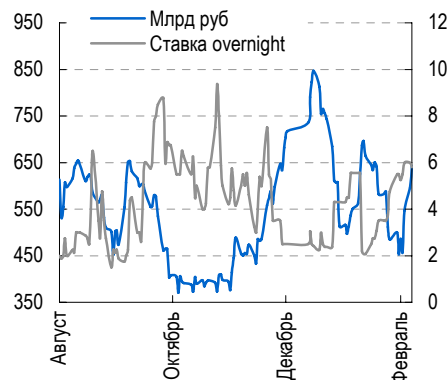
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 6 марта 2007 г.

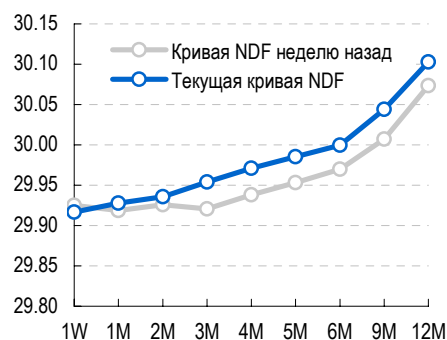
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

6 мар	Размещение руб.обл. Лебедянский-2
6 мар	Размещение руб.обл. Веха-Инвест-1
6 мар	Размещение руб.обл. МИАН-1
6 мар	Размещение руб.обл. Уралэлектромедь
6 мар	Размещение руб.обл. Ренессанс-1
7 мар	"Бежевая Книга" ФРС
7 мар	Размещение руб.обл. Возрождение-1
8 мар	Данные Jobless Claims

### Рынок еврооблигаций

- На мировых фондовых рынках появляются первые признаки стабилизации. Выпуск **Russia 30** продолжает демонстрировать удивительную ценовую стабильность. Редкий день без новостей с первичного рынка. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Продажи в рублевых облигациях по меньшей мере частично спровоцированы потребностью в дополнительном финансировании для покрытия убытков, полученных на рынке акций.
- Сегодня внимание инвесторов будет обращено на первичный рынок, где пройдет сразу 8 размещений (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- МИАН (NR): комментарий к размещению.** Инвесторам предлагается слабо структурированный субординированный долг достаточно непрозрачной компании-девелопера. Такие факторы как сильные позиции МИАНа на московском рынке и узнаваемость брэнда вряд ли сколько-нибудь значительно компенсируют риски (стр. 3-4).
- Уралэлектромедь (NR): кредитный комментарий к размещению.** Нам нравится кредитный профиль компании. Мы считаем, что по качеству предлагаемый риск сопоставим с облигациями Мечела, и поэтому считаем ориентиры организаторов на уровне 8.00-8.25% вполне адекватными (стр. 4-5).
- Банк Ренессанс Капитал (B2/B-): комментарий к размещению.** Мы считаем, что слабые показатели рентабельности и риски, связанные с потребкредитованием, компенсируются такими факторами, как поддержка сильных акционеров, разумная стратегия, профессиональный менеджмент и реалистичные перспективы улучшения финансовых результатов по мере роста банка. С доходностью выше 10% такой риск нам кажется достаточно интересным.
- Лебедянский (Ba3): комментарий к размещению.** Компания имеет характеристики достаточно сильного заемщика. Лебедянский занимает лидирующие позиции на российском рынке соков и детского питания, демонстрирует высокий уровень прозрачности и имеет достаточно сильный финансовый профиль. Вместе с тем, нас несколько смущает структура займа и достаточно агрессивный прайсинг.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.50	0	-0.32	-0.20
EMBI+ Spread, бп	193	+2	+27	+24
EMBI+ Russia Spread, бп	116	+2	+17	+20
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.02	-0.16	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.65	+0.05	+0.05	+0.13
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	569.6	+45.7	+157.0	-96.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	73.4	+2.2	-64.6	-41.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-17.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.88	+0.07	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	+0.01	+0.23	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	60.5	-1.6	+2.1	-0.2
Индекс РТС	1738	-58	-185	-172

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

До открытия американского рынка доходность **10-летних UST** снижалась до отметки 4.44%, но к концу дня вернулась на уровень 4.50%. Появились первые признаки стабилизации на мировых фондовых рынках. Достаточно оптимистичным было вчера выступление чиновника ФРС США **У.Пула**, который заявил, что ситуация на фондовом рынке США не носит угрожающего характера и поэтому не требует вмешательства ФРС. Сегодня утром индексы азиатских фондовых рынков демонстрируют позитивную динамику.

Облигации **Emerging Markets** завершили вчерашний день в минусе. Спрэд **EMBI+** по итогам дня расширился на 26п до 193бп. Котировки **Mexico 33** (YTM 6.09%) и **Venezuela 34** (YTM 6.94%) потеряли около 1/4, **Turkey 34** (-5/8; YTM 7.42%). Агенство **Fitch** повысило кредитный рейтинг Колумбии до BB+, отметив при этом значительные улучшения в части системы налогообложения. Тем не менее, котировки выпуска **Colombia 37** (YTM 6.90%) вчера чуть снизились.

Российские государственные еврооблигации по-прежнему выглядят достаточно уверенно. Котировки **Russia 30** (YTM 5.67%) все еще находятся вблизи «магических» уровней 113 ¼ - 113 3/8. Спрэд к UST10 сегодня утром составляет около 113бп. Удивительно, что период стабильности российского спреда сменился периодом ценовой стабильности (и высокой волатильности спреда).

В корпоративном сегменте вчера мы отметили продажи в выпусках **Evraz 15** (-3/4; YTM 7.97%), **Megafon 09** (-3/8; YTM 6.63%) и **Transneft 14** (-3/8; YTM 5.81%). Обращает на себя внимание то, что спрэд выпуска Транснефти к суверенной кривой сейчас расширился до 13-14 пунктов, тогда как размещение прошло вплотную к кривой.

На первичном рынке еврооблигаций новостей нет – эмитенты, по всей видимости, предпочитают переждать беспокойный период. Ничего не слышно о планировавшемся доразмещении выпуска **Промсвязьбанка**.

Сегодня нас ожидает статистика по рынку жилья в США, а также выступление **Б.Бернанке**.

## Рынок рублевых облигаций

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

События понедельника в значительной степени повторили картину, которую мы наблюдали в пятницу. Длинные госбумаги вчера потеряли в цене 20-25бп. Выпуски первого эшелона снизились на 10-20бп. Ценовые уровни во 2-3 эшелонах остаются практически неизменными. Отметим лишь некоторые продажи в ликвидных выпусках телекомов Связьинвеста, а также снижение котировок облигаций Евросети в ответ на появление негативных новостей о расследовании в отношении одной из компаний группы.

Объем ликвидности продолжает пополняться – сегодня утром сумма депозитов и остатков на корсчетах увеличилась еще почти на 50 млрд. руб. По всей видимости, речь идет о поступлениях из бюджета. Тем не менее, ставки денежного рынка остаются на уровне 4-6%, а часть банков продолжает рефинансироваться через прямое РЕПО с ЦБ (вчера 24 млрд. руб.).

Насколько мы понимаем, продажи в рублевых облигациях по меньшей мере частично спровоцированы потребностью в дополнительной финансировании для покрытия убытков, полученных на рынке акций.

Мы предполагаем, что в ближайшие дни снижение котировок ОФЗ и первого эшелона прекратится, т.к. многие выпуски уже достигли достаточно привлекательных уровней.

На сегодня намечено сразу 8 первичных размещений, что отвлечет внимание участников от вторичного рынка. Наши комментарии по некоторым из размещений представлены ниже.

## МИАН-Девелопмент (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа группы МИАН объемом 2 млрд. руб., со сроком погашения 3 года и офертой по номиналу через полтора года. Эмитентом выступает ЗАО «МИАН-Девелопмент» - компания, занимающаяся разработкой и реализацией девелоперских проектов. Поручителями выбраны еще три компании группы – ЗАО «Компания «Стройтехсервис», ЗАО «Перспектива» и ООО «ОЛДФИН».

Группа компаний «МИАН» работает на рынке недвижимости с 1995 года. Изначально она занималась оказанием риелторских услуг. Сегодня основным направлением деятельности группы являются девелоперские проекты в сфере жилой и коммерческой недвижимости (около 90% совокупной выручки). Насколько мы понимаем, сейчас МИАН работает по всем направлениям девелоперского бизнеса за исключением строительства, которое осуществляется субподрядчиками. По информации самой компании, на текущий момент проектный портфель МИАН включает в себя порядка 1 млн. м. кв. жилой и офисной недвижимости, а совокупная стоимость активов в управлении составляет около USD880 млн. Речь идет как об инвестициях в собственные проекты, так и о вложениях в проекты других строительно-девелоперских компаний. Непрофильные виды деятельности МИАНа включают в себя сеть фитнес-клубов и ресторанов. Основным бенефициаром группы является ее основатель А.Г. Сенаторов.

На наш взгляд, облигации МИАНа предполагают достаточно высокий уровень кредитного риска, и вот почему:

В первую очередь, нам не нравится то, что компания характеризуется крайне низким уровнем финансовой и юридической прозрачности. Информационный меморандум группы не содержит данных о юридической структуре (вероятно, она находится в процессе формирования), а в качестве основной финансовой отчетности представлены лишь управленческие данные. Отчетность эмитента и трех поручителей по РСБУ выглядит крайне слабо. Эти компании плохо капитализированы (у двух из них – отрицательный собственный капитал), имеют небольшие денежные потоки и очень скромные финансовые результаты. Одна компания (ЗАО «Перспектива») имеет абсолютно пустой баланс, а балансы трех других компаний в укрупненном виде представляют собой фин.вложения, финансируемые за счет заимствований.

В связи с этим анализ управленческой отчетности имеет смысл лишь с большим количеством допущений и оговорок. Так или иначе, отчетность позволяет с уверенностью говорить о МИАНе в первую очередь как об инвестиционной компании. Костяк активов МИАНа – инвестиции в недвижимость и земельные участки, которые финансируются за счет кредитов и собственного капитала. Кстати, последний показатель МИАН оценивает на уровне USD370 млн. Основу этой цифры составляет переоценка портфеля недвижимости по рыночной стоимости. Так или иначе, это один из немногих финансовых показателей компании, который способен внушить инвесторам хоть какой-то комфорт (из управленческой отчетности следует, что собственный капитал превышает объем долга МИАНа).

Другими финансовыми показателями, на которые стоит обратить внимание, является рентабельность и долговая нагрузка. Показатель EBITDA margin у МИАНа достаточно волатилен (см. табл.). По итогам 1-го полугодия 2006 г. он составил 19.5%. Для сравнения – у Открытых Инвестиций (девелопер в чистом виде) этот показатель по итогам 6 мес. 2006 г. составил более 80%. Долговая нагрузка на денежный поток у МИАНа достаточно высока – показатель Долг/EBITDA приближается к 6х. В принципе, это скорее нормально для компании, имеющей на балансе такой большой портфель недвижимости.

Для потенциальных покупателей облигаций МИАНа важным риском представляется высокий уровень субординации по отношению к другим кредиторам. Насколько мы понимаем, большая часть активов МИАНа заложена в банках.

Подводя итог, можно сказать, что инвесторам предлагается достаточно слабо структурированный субординированный долг непрозрачной компании-девелопера. Такие факторы, как сильные позиции

компании на московском рынке и узнаваемость брэнда, вряд ли сколь-нибудь значительно компенсируют перечисленные риски. На наш взгляд, стоимость такого риска составляет не менее 13-14% годовых.

Ключевые финансовые показатели МИАН, РСБУ			
USD Млн.	2004	2005 г.	1П2006 г.
Выручка	54.6	302.1	118.9
ЕБИТДА	16.9	31	23.2
Чистая прибыль	6.8	15.3	10.7
Финансовый долг	115.3	189.9	271.8
Собственный капитал	60	191.4	370.7
Активы	380.8	428.4	677.5
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	30.9%	10.3%	19.5%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	6.8	6.1	5.9
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.9	0.99	0.73
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	2.0	2.8	2.5

Источник: данные управленческой отчетности компании, оценки МДМ-Банка

## Уралэлектромедь (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится дебютное размещение облигационного займа компании Уралэлектромедь объемом 3 млрд. рублей сроком на 5 лет с 3-х летней офертой. Поручителем по выпуску выступает ЗАО «СП «Катур-Инвест», которое также входит в группу УГМК и специализируется на производстве и реализации медной катанки из полуфабрикатов, поставляемых Уралэлектромедь.

Уралэлектромедь является одним из основных предприятий группы УГМК. УГМК, в свою очередь, представляет собой одну из крупнейших в стране горно-металлургических компаний, объединяющую добывающие и перерабатывающие предприятия цветной и черной металлургии – от добычи руды до продукции конечного потребления. По итогам 2006 г. группа контролирует производство 37% меди, 46% свинца и 41% цинка в России. Уралэлектромедь является вторым по величине после Норильского Никеля производителем меди в России.

Ключевые финансовые показатели Уралэлектромедь, РСБУ			
Млн. руб.	2004	2005	9 мес. 2006
Выручка	6 767	11 334	13 264
ЕБИТДА	1 433	2 897	4 244
Чистая прибыль	916	1 333	2 898
Финансовый долг	2 343	3 473	3 176
Собственный капитал	2 599	3 932	6 830
<b>Ключевые показатели</b>			
Рентабельность по ЕБИТДА (%)	21.2%	25.6%	32.0%
Рентабельность по чистой прибыли (%)	13.5%	11.8%	21.8%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	1.6	1.2	0.8
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.9	0.9	0.5

Источник: данные компании

На наш взгляд, кредитный профиль Уралэлектромеди выглядит достаточно впечатляюще. Компания представляет собой центральный элемент мощной вертикально-интегрированной группы. Финансовые показатели как самого предприятия, так и группы в целом, указывают на очень комфортные уровни рентабельности и умеренно-низкий уровень долговой нагрузки. Заявленные в информационном меморандуме инвестиционные аппетиты Уралэлектромеди могут быть профинансированы компанией за счет операционного денежного потока без увеличения долговой нагрузки.

На наш взгляд, по качеству кредитный риск Уралэлектромеди/УГМК сопоставим с облигациями Мечела. Уступая в прозрачности (юридическая структура УГМК менее стройна, нет листинга, отчетность группы

поМСФО публикуется с задержкой), Уралэлектромедь/УГМК, по нашему мнению, имеют чуть более низкие бизнес-риски благодаря более высокому качеству портфеля активов и более сильным рыночным позициям (2-я по величине медная компания против 4-й по величине компании черной металлургии). Облигации Мечела в настоящее время торгуются с доходностью около 8.12%. Дюрация предлагаемых облигаций Уралэлектромеди будет схожей. Справедливую доходность по дебютному выпуску компании мы оцениваем на уровне 8.00%-8.25%. Насколько мы понимаем, это совпадает с ориентирами организаторов.

## Банк Ренессанс Капитал (B2/B-): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение рублевых облигаций Банка Ренессанс Капитал объемом 2 млрд. руб. По выпуску предусмотрена полуторогодовая оферта.

Ренессанс Капитал представляет собой молодой, но быстро растущий коммерческий банк, специализирующийся на предоставлении физическим лицам услуг потребительского кредитования (целевые кредиты, автокредиты, кредитные карты, универсальные кредиты и ипотечное кредитование). Банк был создан акционерами инвестиционной группы Ренессанс Капитал. Портфель кредитов Банка на конец 2006 г. превысил USD470 млн. Банк сотрудничает с такими розничными сетями, как ИКЕА, М-Видео, Эльдorado и т.п.

К слабостям кредитного профиля Банка мы в первую очередь относим достаточно низкие показатели рентабельности. Несмотря на то, что средняя процентная ставка по ссудному портфелю Банка в 2006 г. составила более 30% (с учетом комиссионных доходов), он пока остается убыточным. Причины – в активных инвестициях банка в развитие собственной инфраструктуры, а также – в достаточно консервативных (по меньшей мере на первый взгляд) уровнях резервирования под просрочку. Последние действия и инициативы Роспотребнадзора, ЦБ и общественных организаций по ограничению комиссионных и иных непроцентных доходов, на наш взгляд, представляют собой важный риск в первую очередь для банков, занимающихся потребкредитованием, в т.ч. для Банка Ренессанс Капитал.

### Показатели банка «Ренессанс Капитал», МСФО

USD Млн.	2004 г.	2005 г.	2006 г. неаудированная
Процентные доходы	2.8	21	76
Процентные расходы	0.1	3	22
Чистый процентный доход	2.7	18	54
Создание резервов под обесценение кредитов	2	12	47
Доходы по услугам и комиссиям	0	3	25
Операционные расходы	5	22	48
Чистая прибыль/убыток	(3)	(10.5)	(12)
Собственный капитал	20	65	104
Ссудный портфель	14	157	476
Активы	33	232	548

*Источник: Банк Ренессанс Капитал*

Среди сильных сторон Банка мы бы хотели отметить достаточно разумную стратегию развития, предусматривающую высокий уровень продуктовой и географической диверсификации (доля низкорискованных авто- и ипотечных кредитов сейчас составляет около трети портфеля), высокий профессионализм команды менеджеров и вероятный рост эффективности по мере роста масштабов банка.

Важным позитивным фактором кредитоспособности Банка мы считаем присутствие сильных акционеров, готовых оказывать ему поддержку. Насколько мы понимаем, основная часть инвестиционной группы Ренессанс Капитал – одноименный инвестиционный банк – представляет собой крупный и крайне прибыльный актив стоимостью в несколько миллиардов USD. Структура займа не предполагает поручительства от акционеров или связанных сторон. Тем не менее, мы считаем, что акционеры с высокой степенью вероятности окажут поддержку Банку. Во-первых, они уже инвестировали в проект более USD100 млн. (в настоящее время банк имеет избыточную капитализацию). Во-вторых, Банк имеет общий с

брокерским бизнесом бренд. На наш взгляд, Банк представляет собой достаточно привлекательный актив для приобретения иностранным финансовым институтом.

Насколько мы понимаем, ориентиры организатора в части предполагаемой доходности выпуска находятся на уровне 10.5-11.0%. Для сравнения – в ноябре банк размещал рублевые еврооблигации с купоном 10.5% (котировки чуть выше номинала). На наш взгляд, с доходностью более 10% такой риск выглядит вполне привлекательно на общей карте рынка рублевых облигаций.

## Лебедянский (ВаЗ): комментарий к размещению

*Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com*

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа ОАО «Лебедянский» объемом 1.5 млрд. руб., со сроком погашения 3 года. Оферта не предусмотрена.

Безусловно, Лебедянский представляет собой достаточно сильного заемщика. Компания занимает лидирующие позиции на российском рынке соков (около 30%) и детского питания, демонстрирует высокий уровень прозрачности (листинг, МСФО, рейтинг от Moody's), и имеет достаточно сильный финансовый профиль (высокая для пищевой компании рентабельность, низкая долговая нагрузка). Лебедянский представляет собой достаточно привлекательный объект для поглощения со стороны крупной международной пищевой корпорации, желающей укрепить позиции на российском рынке.

Инвестиционные аппетиты Лебедянского (около USD210 млн. на 2007-2008 гг.) не слишком агрессивны, т.е. поводов ожидать роста долговой нагрузки пока нет.

Нас несколько смущает структура облигационного займа (достаточно небольшой для такой компании выпуск с плавающей ставкой купона), а также излишне агрессивное позиционирование облигаций по доходности (мы слышали о 3м Mosprime +175бп, что сейчас составляет около 7.20%). По уровню кредитоспособности Лебедянский выглядит чуть лучше компании Вимм-Билль-Данн. Лебедянский имеет чуть более низкую долговую нагрузку, более высокую операционную рентабельность, более простую юридическую структуру и рейтинг на 1 ступень выше.

Тем не менее, разница в доходности за различия в уровне кредитного риска между Лебедянским и ВБД, на наш взгляд, должна составлять не более 25бп. Облигации ВБД с погашением в конце 2010 г. в настоящее время торгуются с доходностью около 8.20%. В связи с этим справедливую доходность по выпуску Лебедянского мы оцениваем на уровне 8.00%. Мы не ожидаем значительного роста ставки Mosprime с текущих уровней (сейчас около 5.45%, ставка крайне редко выходит за пределы 6%, средний уровень – около 5.00%). Выпуск кажется нам не очень интересным, особенно для российских участников рынка.

### Ключевые финансовые показатели Лебедянского, МСФО

USD млн.	2004	2005	9 мес. 2006	2006О
Выручка	376	515	683	710
ЕБИТДА	90	115	110	138
Чистая прибыль	54	76	73	85
Финансовый долг	27	25	90	160
Собственный капитал	120	187	219	н.д.
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	24%	22%	16%	19%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	0.3	0.2	0.6	1.2
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.1	0.4	н.д.

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка



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

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
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

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, 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.