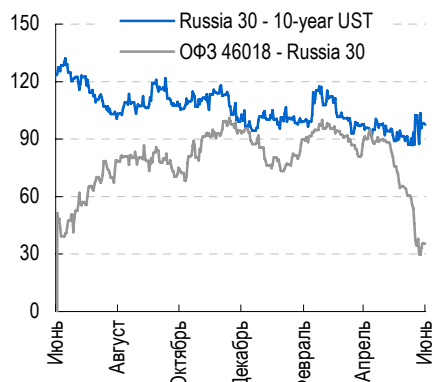
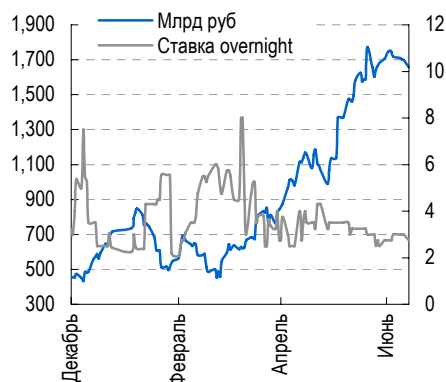


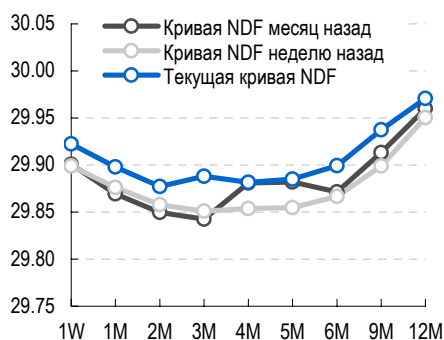
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

18 июня	Размещение руб.обл. ИК Стратегия-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТрансКредитБанк-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТрансКредитБанк-2
19 июня	Размещение руб.обл. Протон-ПМ-1
20 июня	Выплата НДС
20 июня	Размещение руб.обл. МКБ-3
20 июня	Размещение руб.обл. Москоммерцбанк-3
21 июня	Размещение руб.обл. ТГК-10-1

### Рынок еврооблигаций

- В US Treasuries – сдержанный оптимизм. В RASPAD 12 – неагрессивные покупки. Новости первичного рынка – СЕВЕРСТАЛЬТРАНС и Банк РенКап (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Об итогах пятничных корпоративных размещений, аукционе ОБР и выпуске рублевых еврооблигаций JP Morgan (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Протон (NR): комментарий к размещению.
- Вкратце: Акционеры шинного холдинга Амтел (NR) могут назначить новым гендиректором главу холдинга «Русские машины» П.Золотарева (Источник: Ведомости). На наш взгляд, это умеренно-позитивная новость для кредиторов Амтела, которая свидетельствует о намерении акционеров повысить качество менеджмента в Амтеле. Напомним, что за последние полтора года компания продемонстрировала серьезное ухудшение показателей рентабельности и долговой нагрузки. С конца 2005 г. капитализация Амтела снизилась в 2.5 раза. При этом на новостях о вероятной смене менеджмента за последние недели капитализация выросла почти на 25%. В настоящее время Амтел маркирует выпуск еврооблигаций на EUR150 млн., средства от размещения которого будут направлены на погашение CLN на USD175 млн. (погашается 30 июня). К сожалению, размещение проходит в «полуконфиденциальном» режиме. Во всяком случае, нам неизвестны условия выпуска.
- Вкратце: Розничная сеть X5 (В1/ВВ-) привлекла краткосрочное финансирование на 6 месяцев в размере USD100 млн. под залог своих GDR (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, новость любопытна с точки зрения оценки иностранным банком (BNP Paribas) «справедливой» стоимости кредитного риска X5. В данном случае, короткий обеспеченный кредит выдан по ставке Libor+150бп. На этом фоне необеспеченные облигации Пятерочка-2 с погашением через 3.5 года, которые торгуются со спрэдом к Z-свопам на уровне 165-170бп, выглядят недешево. Сегодня X5 объявила, что разместит рублевый выпуск на 9 млрд. руб. в первой половине июля (7 лет, оферта через 3 года).
- Вкратце: Standard & Poor's присвоило Республике Саха (Якутия) рейтинг по международной шкале на уровне В+/Стабильный До этого у Якутии был только рейтинг по национальной шкале (ruA+). Кроме того, S&P повысило рейтинг Самарской области с «В+» до «ВВ-». Облигации этих регионов вряд ли как-то отреагируют на новости.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.17	-0.05	+0.46	+0.47
EMBI+ Spread, бп	153	-6	-7	-16
EMBI+ Russia Spread, бп	95	-3	+1	-1
Russia 30 Yield, %	6.15	-0.03	+0.49	+0.50
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	-0.01	+0.01	-0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	459	-41.4	-20.4	-207.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1197.2	-1.2	+97.8	+1082.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	55.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.25	+0.4	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	0	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	71.5	+0.5	+2.1	+10.8
Индекс РТС	1883	+13	+23	-27

## Рынок еврооблигаций

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

Вышедший в пятницу индекс базовой инфляции в США (**Core CPI**) оказался ниже ожиданий, что несколько приободрило рынок. По итогам дня, котировки облигаций выросли, а доходность **10-летних UST** опустилась до 5.17% (-6бп). Позитивные настроения поддержал и неожиданно снизившийся индекс уверенности потребителей. Правда, не вся пятничная статистика была столь благоприятна для облигаций. В частности, общее значение индекса инфляции в мае оказалось выше ожиданий. Кроме того, статистика по движению капитала указала на сокращение объема покупок иностранцами US Treasuries.

Рынок облигаций **Emerging Markets** чувствовал себя в пятницу более чем уверенно. После выхода статистики по США, в этом сегменте началась волна покупок. В лидерах оказались волатильные аргентинские и венесуэльские облигации – котировки выпусков **VENZ 34** (YTM 8.20%) и **ARGENT 33** (YTM 8.18%) подскочили почти на 2п.п. Спрэд **EMBI+** сузился на 6бп до 153бп.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.15%) двигался «вместе с рынком» – его котировки в пятницу выросли примерно на 1/4, стабилизировавшись на уровне 109.50% от номинала. Спрэд к UST сохраняется около 98бп. В корпоративном сегменте в первой половине дня мы наблюдали неагрессивную фиксацию прибыли. Однако после выхода статистики по США продажи сменились покупками. В связи с новостью о намерении Евраза взять под контроль угольную компанию Распадская, спросом пользовался выпуск **RASPAD 12** (+1/4; YTM 7.53%). Мы полагаем, что потенциал сужения спредов в этом выпуске невелик (см. наш пятничный комментарий).

На первичном рынке завершилось размещение 3-летнего выпуска компании СЕВЕРСТАЛЬТРАНС (NR), итоговый объем которого составил USD175 млн., купон был зафиксирован на уровне 8.50%. Как сообщает организатор, выпуск был переподписан почти в 1.5 раза. После размещения котировки выпуска подросли примерно до 100 1/4. Подробнее наше кредитное мнение о компании и размещенном выпуске см. в «Утреннем комментарии» от 7 июня (нам симпатична компания, а купон кажется вполне адекватным). Стал также известен price-talk по 3-летним евробондам банка Ренессанс Капитал (B-/B2/B-) – купон планируется на уровне 9.375-9.750% (MS+380-420бп). В принципе, с точки зрения кредитного потенциала, нам нравится этот банк. Правда, его рублевые облигации пока торгуются с более привлекательными спредами (Z-свопы+ 430бп).

Предстоящая неделя в плане экономической статистики из США обещает быть достаточно скучной.

## Рынок рублевых облигаций

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

Торговая активность на рублевом долговом рынке в пятницу была достаточно низкой. К концу дня вместе с еврооблигациями немного выросли котировки длинных ОФЗ– **46020** (+5бп; YTM 6.83%), **46018** (+10бп; YTM 6.49%), **46017** (+5бп; YTM 6.37%). В корпоративном сегменте торги протекали вяло. Котировки некоторых выпусков 1-го эшелона выросли на 5-10бп.

На первичном рынке прошли три запланированных аукциона. Размещение облигаций **МОИА-3** завершилось установлением купона в размере 7.75% (YTP 7.90%). На наш взгляд, это не очень интересно – мы оценивали справедливую доходность на уровне 8.05-8.15%. В ходе аукциона по выпуску **Судоостроительный банк-2** купон сложился на уровне 9.50% (YTP 9.73%), что соответствует нашей оценке. Процентная ставка по выпуску **Инком-Лада-3** была зафиксирована в размере 11% (YTP 11.46%). На наш взгляд, это достаточно привлекательный уровень. Мы продолжаем считать, что инвесторы начнут постепенно переоценивать (в позитивную сторону) риски автодилеров. Помочь этому должны в первую очередь рейтинговые отчеты и размещение дебютных еврооблигаций лидера авторитета – компании Рольф (ВаЗ/ВВ-). Наш комментарий по компании Инком-Авто был опубликован в пятницу.

Банк России разместил **ОБР-2** на 221 млрд. рублей из заявленного объема 350 млрд. рублей, средневзвешенная доходность сложилась на уровне 4.61%. К оттоку ликвидности это не привело, т. к. в тот же день на сопоставимый объем был погашен предыдущий выпуск **ОБР-3**. Отсутствие среди крупных

покупателей ОБР ВТБ, располагающего большим объемом свободной ликвидности после IPO, косвенно указывает на «слабую переговорную позицию» ЦБ в отношениях с крупнейшими госбанками при реализации анти-инфляционной политики. При прочих равных, итоги размещения ОБР должны оказать поддержку рублевым облигациям.

Стало известно, что **JP Morgan (A/Aa3/A+)** разместил 10-летние рублевые еврооблигации на 3 млрд. руб. Ставка купона составила 7%, цена размещения – 98.264% (YTM 7.25%). Напомним, что ранее ряд других крупных международных банков разместили аналогичные займы. Фактически выпуск «лег» на кривую NDF (или cross-currency swaps).

Также обращаем внимание, что размещение выпуска облигаций розничной сети **Седьмой Континент** было перенесено с 19 на 21 июня (МДМ Банк выступает в качестве организатора).

## Протон (NR): комментарий к размещению

*Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин, e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com*

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа ОАО «Протон-ПМ» объемом 1 млрд. руб., сроком на пять лет, с полуторагодовой офертой. Выпуск структурирован как эмиссия SPV (ООО «Протон-Финанс») при полном поручительстве ОАО «Протон-ПМ».

Протон-ПМ является единственным производителем двигателей к 1-ой ступени космических ракет тяжелого класса «Протон-К» и «Протон-М» – основного транспортного средства для вывода на геостационарную орбиту тяжелых телекоммуникационных спутников и запуска в космос модулей МКС. Производство таких двигателей составляет основу операционной деятельности компании. Еще около 15-20% выручки Протон-ПМ получает от изготовления и продажи деталей для производства авиадвигателей, газотурбинных установок и газоперекачивающих агрегатов своему партнеру – Пермским моторным заводам (ПМЗ). 87% акций Протон-ПМ принадлежит ФГУП «ГКНПЦ ми. М.В.Хруничева» – государственной компании, разработавшей и эксплуатирующей ракеты Протон. Еще 12% контролируется американской Pratt&Whitney.

На наш взгляд, по своему кредитному профилю Протон-ПМ похож на такие компании, как НПО Сатурн, УМПО, ПМЗ или КМПО. Все они занимаются производством авиационных или ракетных двигателей и выпускают определенную долю «гражданской» продукции. При этом, на фоне растущего оборонного бюджета страны и усиленного внимания государства к конкурентоспособным представителям российского ВПК, все перечисленные компании имеют неплохие перспективы развития, а также могут рассчитывать на господдержку.

Слабостями кредитного профиля Протон-ПМ мы считаем сравнительно небольшие размеры (ближе всего к КМПО) и достаточно высокий уровень долговой нагрузки (ближе всего к НПО Сатурн, ПМЗ). Учитывая все это, а также небольшой объем займа, мы полагаем, что справедливая доходность облигаций Протон-ПМ составляет 9.25-9.50%. Это предполагает премию в размере 25-50бп к облигациям Сатурна и КМПО.

### Ключевые показатели ОАО «Протон-ПМ» и сопоставимых по кредитному профилю компаний

млн. руб.	2005	2006	2007П	УМПО, 6 мес. 2006	КМПО, 2006П	Сатурн, 2006
Выручка	1 919	2 238	2 961	5 326	4 171	7 960
ЕБИТДА	250	267	398	1 153*	459	831
Чистая прибыль	102	65	68	950	203	(184)
Финансовый долг	999	2 056	3 050	6 620	1 182	7 157
Собственный капитал	565	612	681	11 611	2 516	8 843
<b>Основные коэффициенты</b>						
Рентабельность ЕБИТДА	13.0%	11.9%	13.4%	21.6%	11.0%	10.4%
Чистая рентабельность	5.3%	2.9%	2.3%	17.8%	4.9%	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	4.0x	7.7x	7.7x	2.9x	2.6x	8.6x
Финансовый долг/Капитал	1.8x	3.3x	4.5x	0.6x	0.5x	1.8x
ЕБИТДА/проценты	2.5x	1.9x	1.7x	-	Н.д.	Н.д.

Источник: данные компаний \* операционная прибыль



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.