

### Стратегия внутреннего рынка

Активность на рублевом рынке облигаций во вторник была несколько подорвана рядом прошедших первичных размещений. Торговые обороты на вторичном рынке в основном концентрировались в ликвидных выпусках первого эшелона и ОФЗ. Котировки рублевых облигаций в этих сегментах рынка продолжили медленно снижаться на фоне ухудшающейся в последние дни конъюнктуры внешних долговых рынков. Несколько хуже рынка смотрелись облигации ФСК, котировки которых снизились на 0.1-0.2 п. п. При этом следует отметить, что спрэд между облигациями ФСК-2 и ФСК-3 в последние дни сузился до близких к нулю значений, тогда как его средний исторический показатель составляет около 15-20 б. п. Мы полагаем, что расширение спреда будет происходить за счет дальнейшего снижения котировок выпуска ФСК-2 (7.15%), который слишком близко расположен к кривой доходности РЖД. Под давлением находился и длинный выпуск Москва-39, котировки которого снизились на 0.15 п. п. Спрэд длинных выпусков Москва-39, Москва-44 к кривой доходности в последние недели стабилизировался на уровне 30 б. п. Напомним, что на 20 сентября намечены аукционы по досрочному выкупу коротких выпусков Москвы. Кроме того, ближайший рублевый выпуск облигаций Москвы может быть размещен только в начале следующего года. Возможно, именно эти технические факторы будут способствовать сохранению столь узкого спреда.

Намеченные на вторник размещения прошли успешно и, на наш взгляд, могут способствовать росту оптимизма на рынке. Наиболее впечатляющим стал аукцион второго выпуска корпорации МиГ. Заявленный организаторами ориентир по доходности новых облигаций (купон прогнозировался на уровне 9.25-9.50%) был существенно улучшен – в полной мере оптимизму инвесторов (в том числе и иностранных) способствовал фактор господдержки. Купон второго выпуска составил 8.9%, что соответствует доходности выпуска к полугодовой оферте на уровне 9.09%. По результатам размещения немедленно скорректировался вниз по доходности выпуск МиГ-1, котировки которого выросли на 0.35 п.п. (доходность к погашению 9.06%).

Размещение четвертого выпуска ВолгаТелекома прошло, как мы и предполагали, с небольшой премией к рынку. Доходность новых облигаций к трехлетнему опциону составила 8.23%. Сопоставимый по дюрации выпуск ВолгаТелеком-3 торгуется с доходностью на уровне 8.05%. Таким образом, в новом выпуске заложен некоторый потенциал (10-15 б. п.) снижения доходности. Доходность пятилетних дебютных облигаций МОЭСК сложилась в ходе аукциона на уровне 8.21%. Таким образом, премия к сопоставимому по дюрации выпуску Мосэнерго-2 (доходность к погашению 7.74%) составила почти 50 б. п. Как мы уже отмечали ранее, риск электросетевой компании, на наш взгляд, предпочтительнее риска территориальной генерирующей компании. Поэтому мы полагаем, что спрэд между облигациями МОЭСК-1 и Мосэнерго-2 будет иметь тенденцию к сужению, а котировки МОЭСК-1 могут вырасти в ходе торгов на форвардах. Доходность облигаций ЮНИМИЛКА к трехлетней оферте составила на аукционе около 10.0%. На наш взгляд, выпуск имеет неплохие перспективы на вторичном рынке.

Наступающий день ознаменуется еще одним индикативным размещением. Состоится аукцион ОФЗ 46018 (доходность к погашению 6.69%) в объеме 10 млрд руб. В последние дни котировки длинных ОФЗ находились под давлением, снизившись в среднем на 0.5 п. п. Поскольку следующая возможность приобрести крупный объем длинных ОФЗ представится только через два месяца (аукционы по размещению десятилетних и тридцатилетних ОФЗ намечены на 15 ноября), мы бы не стали рассчитывать на существенную премию к рынку даже в условиях нынешней не очень благоприятной конъюнктуры. Средневзвешенную доходность на аукционе ОФЗ 46018 мы прогнозируем на уровне 6.71-6.72%.

*Николай Подгузов*  
Телефон: 783-5673

### Стратегия внешнего рынка

Во вторник активность на российском рынке валютных облигаций вновь была невысокой. Сделок было не много, и в основном преобладали продажи. Некоторое оживление в ход торгов было внесено новостью о возможном завершении до конца октября двусторонних переговоров между Россией и США по вопросу вступления в ВТО. Это коснулось в основном суверенных еврооблигаций – покупки Россия 30 прошли на уровне 110 13/16. Во второй половине дня был отмечен спрос на короткие выпуски Акбарс 08 и Промсвязьбанк 10.

Ситуация на рынке изменилась уже после завершения торгов в Москве. На фоне очень сильных результатов аукциона по размещению десятилетних КО США доходности длинных гособлигаций снизились на 3-4 б. п., вызвав покупки в основных сегментах развивающегося рынка. Индикативный выпуск Бразилия 40 укрепился по итогам дня на 1/4 п. п., закрывшись на уровне 129 7/8. Спрэд между облигациями Россия 30 и десятилетними КО США по итогам дня расширился до 110 б. п. Однако сегодняшнее открытие наверняка состоится выше уровня 111.0 (price), и мы ожидаем сужения спреда до 105 б. п. Сегодня вероятен рост инвестиционной активности в сегменте корпоративных еврооблигаций. Тем не менее, накануне публикации значимых данных по инфляции в США в пятницу, мы бы рекомендовали избегать выпусков с высокой дюрацией.

На текущей неделе завершается размещение субординированных еврооблигаций Россельхозбанка. Ориентиром для этого выпуска служит субординированный выпуск Банка Москвы. Доходность новых облигаций, скорее всего, будет находиться в диапазоне 6 7/8-7 1/8 (мы считаем интересным выпуск при доходности на уровне или выше 7.00%). Следующим российским заемщиком на рынке еврооблигаций, видимо, станет ТМК, планирующая провести презентацию своего дебютного выпуска в период с 14 по 21 сентября. Пока параметры займа неизвестны. Ориентиром для нового выпуска могут быть облигации Северстали. На рублевом рынке облигаций выпуски ТМК торгуются с премией к выпускам Северстали в 50-70 б. п. Таким образом, в зависимости от дюрации дебютный выпуск ТМК может быть размещен на уровне 8.00-8.50%.

Как мы уже отметили, результаты аукциона по доразмещению десятилетних КО США оказались очень сильными. Спрос превысил предложение в 2.91 раза, что является самым высоким показателем с июня 2004 г. Максимальная доходность на аукционе составила 4.81%, а иностранные инвесторы приобрели 18.8% эмиссии. Впрочем, низкий процент участия иностранных инвесторов характерен для доразмещаемых КО США.

Николай Подгузов  
Наргиз Садыхова

Дата	Индикатор	За период	Время публикации*	Консенсусный прогноз	Фактическое значение	Предыдущее значение
12 сентября	Сальдо торгового баланса, USD млрд	июль	16:30	-65.5	-68.0	-64.8
	Индекс экономического оптимизма по данным IBD/TIPP	сентябрь	18:00	47.0	50.5	45.6
13 сентября	Индекс уверенности потребителей ABC	12 сентября	1:00	-	-13.0	-15.0
	Количество обращений за получением ипотечных кредитов (изменение за неделю)	9 сентября	15:00	-	-	1.8%
	Сальдо бюджета, USD млрд	август	22:00	-65.5	-	-51.3

\*По основному времени.

\*\*Пересмотренное значение.

Источник: Bloomberg

Страна	EMBI+	Изменение, %		EMBI+спрэд	Изменение за день, б.п.	
		1-День	1-Неделя			
EMBI+ Global	388.7	0.14	-0.26	5.45	196.0	1.00
Аргентина	107.3	0.61	-0.27	27.7	319.0	-3.00
Бразилия	550.8	0.20	-0.28	9.24	225.0	1.00
Болгария	612.9	-0.090	-0.16	1.24	89.0	4.00
Мексика	338.8	0.19	-0.060	2.44	111.0	0.00
Россия	434.3	-0.050	-0.38	1.98	111.0	4.00
ЮАР	139.6	0.070	-0.39	1.58	95.0	5.00
Турция	247.6	0.16	0.040	2.04	232.0	1.00
Украина	210.5	0.11	-0.23	3.14	169.0	11.0

Источник: Bloomberg

## ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Николай Подгузов +7 495 783-5673

### Стратегия валютного рынка

Статистика вторника и ряд высказываний представителей ФРС и ЕЦБ в целом должны были способствовать удорожанию евро относительно доллара. Однако по итогам дня этого не произошло. Напротив, доллар немного укрепился против евро, достигнув 1.2690.

Дефицит торгового баланса США в июле оказался заметно выше прогнозов (USD65.5 млрд), составив USD68 млрд. Увеличение дефицита произошло в основном за счет сокращения экспорта. При этом торговый баланс с Китаем почти не изменился, составив USD19.6 млрд против USD19.7 млрд месяце ранее. Однако проблема торгового дефицита с Китаем продолжает оставаться на повестке дня. За первые семь месяцев отрицательный торговый баланс с этой страной составил USD121.3 млрд против USD107.7 млрд за аналогичный период прошлого года.

Один из членов Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США г-жа Йеллен в своем интервью заявила, что одним из основных поводов для беспокойства остается вопрос о том, насколько глубоким будет падение темпов роста американского рынка жилья. Очевидно, что такой комментарий вряд ли предполагает немедленное повышение ставки на ближайшем заседании Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США.

Поддержку курсу евро оказало во вторник и заявление члена совета ЕЦБ г-н Гарганас. По его словам, как темпы роста европейской экономики, так и инфляции могут оказаться заметно выше существующих прогнозов. Таким образом, вероятность более агрессивного подъема ключевой процентной ставки в Еврозоне возрастает.

Уровень рублевой ликвидности к утру среды вновь немного увеличился, несмотря на прошедшие размещения в объеме 14 млрд руб. Совокупный объем остатков средств на корсчетах и депозитах вырос с 618.9 млрд руб. до 624.3 млрд руб. Процентные ставки как на денежном рынке (1.5-2.0%) и на рынке РЕПО (3.0-4.0%) сохраняются на комфортно низких уровнях.

Николай Подгузов  
Наргиз Садыхова

Дата	Страна	Индикатор	За период	Время публикации*	Консенсусный прогноз	Фактическое значение	Предыдущее значение
12 сентября	Германия	Индекс оптовых цен (изменение к предыдущему месяцу)	август	10:00	0.0%	0.6%	-0.2%
		Индекс оптовых цен (изменение к аналогичному периоду 2005 г.)	август	10:00	4.6%	5.3%	4.6%
	Франция	Сальдо торгового баланса, EUR млрд	июль	10:45	-2.0	-3.7	-2.4**
13 сентября	Германия	Индекс потребительских цен (изменение к предыдущему месяцу)	август	10:00	-0.1%	-	0.4%
		Индекс потребительских цен (изменение к аналогичному периоду 2005 г.)	август	10:00	1.7%	-	1.9%
		Гармонизированный индекс потребительских цен (изменение к предыдущему месяцу)	август	10:00	0.0%	-	0.5%
		Гармонизированный индекс потребительских цен (изменение к аналогичному периоду 2005 г.)	август	10:00	1.9%	-	2.1%
	Франция	Индекс потребительских цен (изменение к предыдущему месяцу)	август	10:45	0.3%	-	-0.2%
		Индекс потребительских цен (изменение к аналогичному периоду 2005 г.)	август	10:45	1.9%	-	1.9%
		Гармонизированный индекс потребительских цен (изменение к предыдущему месяцу)	август	10:45	0.3%	-	-0.2%
		Гармонизированный индекс потребительских цен (изменение к аналогичному периоду 2005 г.)	август	10:45	2.1%	-	2.2%

\*По возможности в реальном времени.

\*\*Пересмотренное значение.

Источник: Bloomberg

## РЕКОМЕНДАЦИИ

### Среднесрочные рекомендации

- В последние несколько дней настроения инвесторов на развивающихся рынках полностью изменились. Ослабление мировых рынков акций, падение цен на нефть и комментарии представителей ФРС США, указывающие на возможность дальнейшего повышения учетных ставок, значительно снизили аппетит инвесторов к риску. В таких условиях давление оказывается на инструменты с длинной дюрацией. По всей вероятности, неопределенность на рынках обязательств стран с переходной экономикой сохранится до публикации в США данных о потребительской инфляции в августе и заседания Комитета по операциям на открытом рынке, которое запланировано на 20 сентября. Следовательно, на данном этапе мы не рекомендуем наращивать позиции в длинных облигациях, считая инструменты с короткой и средней дюрацией более привлекательными. Среди коротких обязательств обратим внимание на CLN ИСД с погашением в 2010 г. (доходность к оферте 8.98%) и облигации Открытых Инвестиций (доходность к погашению – 8.87%). На наш взгляд, доход инвесторам также могут принести более длинные еврооблигации Система 2011 (доходность к погашению 7.76%), которые торгуются с премией в 40-50 б. п. к кривой доходности МТС. Однако вряд ли инвесторам стоит закрывать длинные позиции при любом ценовом предложении, так как предпочтительнее хеджировать риски за счет продажи американских государственных облигаций либо российских суверенных долгов. Мы считаем, что коррекция на развивающихся рынках не будет продолжительной, и у инвесторов появится возможность продавать на растущем рынке.
- Переговоры между Россией и Парижским клубом кредиторов успешно завершились, и задолженность России в размере USD22 млрд была полностью погашена. После этого из структуры инструментов ARIES исчез российский риск, и теперь ценообразование по данным бумагам должно в большей степени соответствовать уровню странового риска Германии. Аналогичной точки зрения придерживаются также рейтинговые агентства S&P и Moody's, которые 22 августа и шестого сентября соответственно присвоили бумагам ARIES рейтинги AAA и Aaa соответственно. В ближайшее время мы ожидаем дальнейшего сужения спреда между ARIES 14 и КО США, справедливое значение которого, по нашим оценкам, не должно превышать 20-25 б. п.
- На наш взгляд, Центртелеком является единственным российским оператором фиксированной связи с потенциалом повышения кредитного качества в предстоящие полгода. Стратегия нового руководства компании направлена на повышение эффективности расходов и минимизацию капитальных затрат, в результате чего долговая нагрузка оператора уже несколько снизилась. Успешное размещение облигаций Центртелеком-5 свидетельствует об отсутствии рисков, связанных с навесом предложения. Мы рекомендуем наращивать длинные позиции в инструментах Центртелеком-4 с более длинной дюрацией. К концу года мы ожидаем конвергенции спредов между облигациями Центртелекома и других «дочек» Связьинвеста (Сибирьтелекома и ВолгаТелекома).

- Несмотря на гораздо более короткую дюрацию, третий облигационный заем Дальсвязи торгуется примерно на одном уровне со вторым выпуском компании. Мы полагаем, что это объясняется наблюдавшимся в последние месяцы высоким спросом на инструменты с длинной дюрацией. Мы рекомендуем сокращать дюрацию портфелей, и в этой связи облигации Дальсвязь-3 представляются весьма привлекательной инвестиционной возможностью.
- Характеристики кредитного риска УК ГидроОГК и ФСК схожи, а спрэд облигаций ГидроОГК оказался в начале торгов на рынке гораздо шире в силу причин технического характера, связанных с особенностями первичного размещения. Повышение прозрачности компании благодаря публикации отчетности по международным стандартам учета, а также ожидаемое присвоение международного кредитного рейтинга привлекут внимание иностранных инвесторов к рублевому выпуску ГидроОГК, что приведет к сужению спрэда.
- В отчете, посвященном Евросети («Вы уверены, что понимаете эту компанию?» от первого июня), мы доказывали, что справедливая доходность к оферте по облигациям Евросеть-2 должна находиться в диапазоне 9.63-9.88%. Мы по-прежнему придерживаемся этой точки зрения и рекомендуем наращивать длинные позиции в данных бумагах, пока их котировки остаются на низком уровне.
- Среди облигаций автомобилестроительных компаний мы считаем бумаги ГАЗ-финанс более привлекательными чем облигации АвтоВАЗа. Во-первых, рыночная ниша ГАЗа лучше защищена от растущей конкуренции со стороны зарубежных производителей, а во-вторых, ГАЗ имеет более четкую стратегию. Кроме того, у ГАЗа лучше динамика производства, несколько более высокие показатели рентабельности и низкая долговая нагрузка. Мы рекомендуем сохранять длинные позиции в инструментах ГАЗ-финанс, которые, как мы считаем, должны торговаться со спрэдом близким к спрэду облигаций АвтоВАЗа (т. е. потенциал роста котировок составляет приблизительно 50 б. п.).
- Продажа контрольного пакета Берегового газового месторождения Газпромбанку позволит НГК Итера увеличить выручку примерно на 30% и снизить соотношение Долг/ЕБИТДА с 5х до менее 2.5х. По нашему мнению, это обеспечит значительное улучшение кредитного качества НГК Итера, и мы ожидаем сужения спрэда ее облигаций примерно на 70-80 б. п.
- В коротком сегменте кривой привлекательны, на наш взгляд, облигации Виктория-Финанс. Хотя группа Виктория до настоящего времени не представила результаты деятельности за прошлый год, благоприятные фундаментальные показатели сектора розничной торговли и наше личное общение с представителями эмитента дают нам основания считать финансовое положение группы достаточно устойчивым. Мы полагаем, что уровень долговой нагрузки торговой сети будет неизбежно возрастать, принимая во внимание амбициозные планы компании по расширению деятельности. Тем не менее, способность группы Виктория рефинансировать свой долг (включая оферту в феврале 2007 г.) не вызывает у нас сомнений. Инвесторам, которые уже имеют длинные позиции в бумагах Виктории, мы рекомендуем держать их до оферты.
- Облигации ИМПЭКСБАНК-2 и ИМПЭКСБАНК-3 торгуются со спрэдом приблизительно на 200 б. п. шире спрэда облигаций ММБ, хотя обе кредитные организации принадлежат к иностранным банкам с одинаковым рейтингом А. Кроме того, расчетная рублевая доходность еврооблигаций ИМПЭКСБАНК 07 на 100-150 б. п. ниже доходности рублевых инструментов. В ближайшей перспективе мы не ожидаем сужения спрэдов и рекомендуем облигации ИМПЭКСБАНК-2 и ИМПЭКСБАНК-3 к покупке с длительным инвестиционным горизонтом.
- Несмотря на высокий уровень долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА на уровне 8.7), мы рекомендуем покупать и держать облигации компании Красный Восток до их погашения в феврале 2007 г. Мы считаем, что крупнейший турецкий пивоваренный концерн Anadolu Efes, «внучкой» которого является Красный Восток, заинтересован в поддержке российской компании и способен оказать ее.
  - На долю Красного Востока приходится около 10% консолидированной выручки Anadolu Efes, поэтому российский актив имеет большое значение для турецкого концерна.
  - Anadolu Efes выступил поручителем по части кредита общим объемом USD500 млн, привлеченного его «дочкой» ЕВІ для покупки Красного Востока.
  - Учитывая ЕБИТДА в размере USD350 млн и соотношение Долг/ЕБИТДА на уровне 2.3х, Anadolu Efes имеет возможность по привлечению заемного финансирования в объеме USD56 млн, необходимого Красному Востоку для погашения его рублевого облигационного займа в размере 1.5 млрд руб.
- По нашему мнению, шаги для мирного урегулирования конфликта, сделанные ИСТ ЛАЙН и Росимуществом еще не учтены в котировках облигаций Ист Лайн Хэндлинг-2. Тем не менее, мы не видим причин для сужения спрэдов в краткосрочной перспективе и рекомендуем покупать и держать облигации Ист Лайн Хэндлинг-2 до погашения.

Долговой инструмент	Рекомендация	Дата рекомендации	Цена на дату рекомендации		Текущая цена		P & L		Индекс	
			спрос	предлож.	спрос	предлож.	USD/RUB*	% год.	USD/RUB	% год.
<b>Рынок российских еврооблигаций</b>										
Aries 14	длинная позиция	19.06.2006	122.21	122.47	128.03	128.28	6.44	26.6	2.86	11.8
MTC 12	длинная позиция	07.08.2006	100.73	100.98	101.77	102.02	1.62	15.3	1.26	12.0
Северсталь 14	длинная позиция	07.09.2006	107.42	107.72	107.19	107.49	-0.33	-16.7	-0.086	-4.41
Система 11	длинная позиция	07.08.2006	103.15	103.53	103.83	104.02	1.19	11.3	1.26	12.0
<b>Рынок рублевых облигаций</b>										
Виктория	держать до погашения	17.07.2006	99.65	99.90	99.97	100.30	1.67	10.3	1.72	10.6
ГАЗ-фин	длинная позиция	10.07.2006	99.31	99.50	99.80	100.13	1.84	10.2	1.60	8.85
ГидроОГК-1	длинная позиция	04.09.2006	102.12	102.30	102.15	102.38	0.070	2.57	0.042	1.54
ДальСвязь-3	длинная позиция	04.09.2006	101.00	101.20	100.96	101.25	-0.0043	-0.16	0.042	1.54
Евросеть-2	длинная позиция	14.08.2006	99.46	99.60	99.86	100.15	1.14	13.4	0.64	7.49
Импэксбанк-2	держать до погашения	17.07.2006	94.00	100.75	100.00	100.20	0.46	2.84	1.72	10.6
Импэксбанк-3	держать до погашения	17.07.2006	101.04	101.20	101.52	101.70	1.79	11.1	1.72	10.6
Ист Лайн-2	держать до погашения	06.04.2006	99.81	99.90	99.81	100.00	5.03	11.4	1.18	2.67
Итера	держать до погашения	30.06.2006	101.05	101.29	101.30	101.40	2.01	9.67	1.65	7.95
Красный Восток	держать до погашения	17.07.2006	101.20	101.60	101.10	101.44	1.34	8.27	1.72	10.6
ЦТК-4	длинная позиция	07.09.2006	114.44	114.67	114.00	114.60	-0.35	-18.4	0.013	0.68

\* Доход от инвестиции в размере 100 руб. (внутренний рынок) / USD100 (внешний рынок).

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## НОВОСТИ

Павел Мамай +7 495 258 7708

### Показатели федерального бюджета – положительная динамика сохраняется

Вчера Минфин опубликовал параметры выполнения федерального бюджета за восемь месяцев. Доходы достигли 4.0 трлн. руб. (23.8% ВВП), что полностью соответствует нашим ожиданиям, расходы были немного ниже – 2.5 трлн. руб. (15.0% ВВП). Бюджет был закрыт с профицитом 1.5 трлн. руб. (8.7% ВВП). С макроэкономической точки зрения более низкие расходы в этом месяце – положительный фактор, однако это может привести к их увеличению в конце года, создавая таким образом дополнительное инфляционное давление. Профицит по-прежнему будет выше запланированного уровня, в результате чего объем Стабилизационного фонда продолжит увеличиваться.

Владимир Пантюшин  
Телефон: 258 7930

### Финансовые результаты ВБД за второй квартал: рентабельность повысилась, долг сократился

Вчера Вимм-Билль-Данн опубликовал финансовые результаты за второй квартал 2006 г., составленные по американским стандартам учета. Представленные показатели выглядят весьма впечатляюще. Выручка компании увеличилась на 20% при сохраняющемся росте валовой рентабельности и рентабельности EBITDA. Наиболее позитивная динамика по-прежнему наблюдается в сегменте производства молочной продукции, средняя отпускная цена которой в долларовом выражении повысилась во втором квартале на 14.6%, опередив рост цен на молочное сырье (9%). Благодаря этому валовая рентабельность в данном секторе возросла до 31.3%. В сегменте производства детского питания выручка увеличилась на 32.4% на фоне роста объемов продаж, а валовая рентабельность достигла почти 46%. Сектор напитков продемонстрировал наименее впечатляющие результаты, и руководство ВБД вновь заявило, что кардинального изменения ситуации можно ожидать не ранее следующего года.

За счет эффективного управления оборотным капиталом компания сумела добиться дополнительного денежного потока на уровне 14% показателя EBITDA (это несколько ниже, чем в первом квартале). На погашение долга ВБД направлял положительные свободные денежные потоки после капиталовложений, которые увеличились в годовом исчислении на 63% и достигли порядка USD31 млн. Совокупная задолженность компании снизилась в течение квартала примерно на 7%, а по итогам с начала года – на 12%. В то же время, ключевые кредитные показатели продемонстрировали несколько иную динамику: соотношение Долг/EBITDA составило 1.7x (при использовании показателя EBITDA за последние 12 месяцев) и менее 1x (в аннуализированном выражении), а показатель покрытия процентов за счет EBITDA несколько ухудшился. Такой результат может быть частично обусловлен используемой нами методикой расчетов. В частности, мы взяли за основу показатель совокупных процентных платежей, которые в текущем году возросли. Это связано с привлечением компанией значительных заемных средств, которые фактически не были использованы. При этом запас денежных средств, несмотря на некоторое сокращение, по-прежнему выглядит впечатляюще и составляет USD72 млн.

С мая текущего года корпоративный рейтинг ВБД по шкале агентства Moody's находится на уровне B1 (прогноз «позитивный»). По шкале S&P рейтинг компании уже длительное время стабильно находится на уровне B+ (меняются только прогнозы агентства). Поскольку компания демонстрирует существенный рост показателей уже второй квартал подряд, ее рейтинг может быть повышен как агентством Moody's (с большей степенью вероятности), так и S&P (в более долгосрочной перспективе). По словам главного финансового директора ВБД г-на Анисимова, до конца текущего года компания не планирует выпускать на рынок новые бумаги, а облигации ВБД теоретически могут быть включены в список A1 ММББ. Мы по-прежнему высоко оцениваем уровень кредитоспособности компании. В случае сужения спредов бумаг компаний второго эшелона в дальнем сегменте кривой доходности облигации ВБД будут являться хорошим объектом для инвестирования.

Петр Гришин  
Телефон: 258 7789

## Отдельные финансовые показатели ВБД

	2005	1 кв. 2006	Изменение*	2 кв. 2006	Изменение
Выручка	1 399	386	18%	428	20%
Валовая прибыль	397	114	36%	140	35%
ЕБИТДА	146	46	104%	78	59%
Валовая рентабельность	28.4%	29.5%	н/д	32.7%	н/д
Рентабельность ЕБИТДА	10.4%	11.9%	н/д	18.2%	н/д
Совокупный долг	329	312	-5%	289	-7%
Чистый долг	236	209	-11%	217	4%
Совокупный долг/ЕБИТДА (нараст. итогом за 12 мес.)	2.25	1.84	н/д	1.66	н/д
Совокупный долг/Аннуализированная ЕБИТДА	2.25	1.70	н/д	0.93	н/д
Валовые процентные расходы	23.4	7.8	42%	14.2	25%
ЕБИТДА/Процентные расходы	6.24	5.89	н/д	5.49	н/д
Капиталовложения (включая приобретение активов)/ЕБИТДА	67%	52%	н/д	37%	н/д
Денежный эффект управления оборотным капиталом/ЕБИТДА	8%	60%	н/д	14%	н/д

\*Изменение: за квартал (для денежных потоков) и с начала года (для остальных показателей)

Источник: данные компании, оценка Renaissance Капитала

## ГидроОГК впервые опубликовала финансовые показатели по международным стандартам учета

Вчера ГидроОГК впервые опубликовала финансовые показатели за 2004-2005 гг., составленные по международным стандартам учета. По результатам публикации состоялась встреча представителей компании с аналитиками. Наши основные выводы приведены ниже.

- ГидроОГК является второй крупнейшей генерирующей компанией в России, однако по меркам российской экономики она считается средней по размеру компанией (ее ЕБИТДА составляет немногим более USD200 млн).
- По своей бизнес-модели ГидроОГК во многом схожа с операторами сотовой связи: ее высокая рентабельность обусловлена незначительным объемом операционных расходов, а капиталовложения являются определяющим фактором для ее кредитоспособности. Вместе с тем, потенциал роста компании весьма ограничен.
- По состоянию на конец 2005 г. уровень долговой нагрузки ГидроОГК был незначителен. Однако в 2006 г., после выпуска облигаций на сумму 5 млрд руб. и привлечения кредита у Morgan Stanley на сумму 3 млрд руб. (о чем было заявлено в ходе встречи с аналитиками), долг ГидроОГК существенно возрастет. По нашим прогнозам, соотношение Долг/ЕБИТДА на 2006 г. составит порядка 2-2.5х.
- Компания демонстрирует рост объема капиталовложений: в 2005 г. они составляли всего USD173 млн; при этом на начало 2006 г. только зафиксированный в контрактах объем капиталовложений превысил USD300 млн.
- По словам руководства компании, в самое ближайшее время одно из международных рейтинговых агентств присвоит ГидроОГК кредитный рейтинг. Мы полагаем, что он будет на уровне рейтинга PAO ЭЭС (B+, по шкале S&P).

Мы позитивно оцениваем представленные результаты. На фоне повышения прозрачности и присвоения кредитного рейтинга возрастет интерес инвесторов к рублевым облигациям ГидроОГК, спрэды которых в результате должны будут сузиться. Мы по-прежнему рекомендуем сохранять длинные позиции по данным долговым инструментам.

В долгосрочной перспективе, однако, опубликованные показатели практически не позволяют судить о кредитоспособности ГидроОГК. В конечном счете она будет зависеть от того, как будет финансирована пятилетняя программа капиталовложений компании в объеме свыше USD9 млрд, а также от наличия источников для погашения заемных средств, привлеченных для финансирования данной программы. Даже если программа будет профинансирована за счет заемных средств лишь на 20% (что предполагает наличие государственного финансирования), то долг ГидроОГК в течение пяти лет достигнет порядка USD2 млрд, а соотношение Долг/ЕБИТДА будет не менее 5х (если компании не удастся увеличить ЕБИТДА более чем в два раза). Тем не менее, ГидроОГК способна справиться со своими задачами намного лучше, чем многие аналогичные компании отрасли (в частности, Мосэнерго).

Павел Мамай  
Телефон: 258 7708

## Отдельные финансовые показатели ГидроОГК

	2004	2005	Изменение за год
Выручка	382	455	19.2%
ЕБИТДА	174	216	23.6%
Рентабельность ЕБИТДА	45.7%	47.4%	
Долг	60	140	132.6%
Долг/ЕБИТДА	0.34	0.65	
Доля краткосрочного долга	86.8%	83.3%	
Краткосрочный долг/ЕБИТДА	0.30	0.54	
Покрытие процентов за счет ЕБИТДА	134.13	95.99	

Источник: данные компании, оценка Renaissance Capital

## Ликвидность

Индикатор	Текущее значение показателя	Предыдущее значение показателя	Изменение
<b>Индикаторы ликвидности</b>			
Остатки средств на кор. счетах кредитных организаций в ЦБ РФ (по РФ), млрд руб.	368.3	350.3	18.0
Остатки средств на кор. счетах кредит. орг. в ЦБ РФ (Московский регион), млрд руб.	252.0	234.0	18.0
Остатки денежных средств кредит. орг. на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	256.0	268.6	-12.6
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	57.5	42.6	14.9
Золотовалютные резервы Российской Федерации, USD млрд	260.4	258.5	1.90
Денежная масса, млрд руб.	2 661.7	2 685.9	-24.2
<b>Денежный рынок</b>			
Ставки по кредиту "overnight" (% годовых) *	1.5 / 2.0	1.0 / 2.0	н/д --
EUBOR - 6 месяцев	3.54	3.52	0.018
LIBOR - 6 month	5.43	5.42	0.0100
MosPrimeRate - 1 месяц - % годовых	3.26	3.31	-0.050
MosPrimeRate - 2 месяца - % годовых	3.75	3.87	-0.12
MosPrimeRate - 3 месяца - % годовых	4.30	4.35	-0.050
<b>РЕПО</b>			
Аукционное доразмещение ОБР - средневзвешенная ставка (% годовых)***	3.98	4.00	-0.020
Прямое РЕПО сроком на 1 день - средневзвешенная ставка (% годовых)**	6.04	6.00	0.043
Прямое РЕПО сроком на 1 день - объем сделок, млрд руб.**	2.67	0.16	2.51
<b>FOREX</b>			
EUR/USD	1.2681	1.2699	-0.0018
Официальный курс EUR/RUB (ЦБ РФ)	34.0435	33.9887	0.055
Официальный курс USD/RUB (ЦБ РФ)	26.7764	26.7965	-0.020
Объем торгов на валютном рынке (ММВБ) – расчеты с поставкой «сегодня» - в млн. долларов США	551.7730	483.7540	68.0
Объем торгов на валютном рынке (ММВБ) – расчеты с поставкой «завтра» - в млн. долларов США	995.6690	1,057.5890	-61.9
Беспоставочный форвардный контракт RUB/USD, % ставка (180 дней)*	3.58 / 4.21	3.52 / 4.15	н/д --
<b>Долговой рынок - (ММВБ)</b>			
Объем торгов корпоративными и муниципальными облигациями (включая РПС), млрд руб.*	8.00	7.10	0.90
Объем биржевых торгов (суверенные рублевые заимствования), млрд руб.*	2.17	2.99	-0.82

\* Данные за последний торговый день.

\*\* По итогам аукциона за 01.08.2006.

\*\*\*По итогам аукциона за 31.08.2006. Дата oferty - 15.12.2006.

## Сырьевые товары

Показатель	Ед.изм.	Цена	Изменение %	Изм.за неделю, %	Изм.за месяц, %	Изм.за три месяца, %	С начала года по сегодняшний день, %
<b>Нефть</b>							
BRENT	USD/брл	62.8	-0.020	-5.30	-17.2	-5.10	6.60
URALS	USD/брл	59.2	-2.21	-6.29	-15.7	-7.40	6.70
WTI	USD/брл	63.8	-2.82	-7.06	-14.2	-9.40	4.50
<b>Металлы</b>							
Алюминий	USD/т	2 412.3	-1.38	-4.50	-2.40	-1.80	5.80
Золото	USD/унц.	584.1	-0.56	-7.82	-7.70	3.90	13.0
Никель	USD/т	29 295.0	6.53	5.00	10.0	53.1	117.0
Сталь (холодный прокат)	USD/т	560.0	--	-3.45	-11.1	-8.90	16.7
Сталь (горячий прокат)	USD/т	485.0	--	-11.0	-19.8	-13.4	27.6



### Индекс рублевых корпоративных и муниципальных облигаций РК



### Индекс корпоративных еврооблигаций РК









Долговой инструмент	Цена	Изм. за день	К погашению			К оферте			Дюрация	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Объем выпуска	Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/ Fitch)
			Доходность	Изм. за день	Спрэд по доходности к ККД*	Доходность	Изм. за день	Спрэд по доходности к ККД						
	п.п.	б.п.	%	б.п.	б.п.	%	б.п.	б.п.	лет		%	млн.руб.		
ТВЗ-3	100.70	0.26	--	--	--	8.99	-16.5	347	1.65	18.06.10	20.06.08	9.25	1 000	--/--/--
Терна-Фин	100.31	0.00	--	--	--	13.42	-1.10	990	0.26	16.12.08	19.12.06	14.00	500	--/--/--
Техносила	99.85	0.23	--	--	--	10.33	-15.3	485	1.57	26.05.11	29.05.08	10.00	2 000	--/--/--
ТМК-1	100.27	-0.070	7.63	60.7	510	--	--	--	0.10	20.10.06	--	10.30	2 000	B+/B1/--
ТМК-2	101.38	-0.025	--	--	--	7.56	3.64	329	0.51	24.03.09	27.03.07	10.09	3 000	B+/--/--
ТМК-3	100.30	-0.0050	--	--	--	7.87	0.33	253	1.38	15.02.11	19.02.08	7.95	5 000	B+/--/--
ТНК-ВР	103.00	0.00	0.73	-17.1	-257	--	--	--	0.21	28.11.06	--	15.00	3 000	BB+/--/--
Томск.обл.-3	102.50	-1.26	7.77	122.8	277	--	--	--	1.01	13.10.07	--	11.00	600	--/--/--
ТОП-Книга	100.32	0.00	--	--	--	10.74	-0.74	672	0.41	05.02.09	08.02.07	11.35	700	--/--/--
Трансаэро	100.61	0.16	--	--	--	11.20	-20.2	635	0.88	05.02.09	09.08.07	11.65	2 500	--/--/--
Транскапиталбанк	100.12	-0.015	--	--	--	10.71	2.26	613	0.68	01.06.09	27.05.07	10.50	800	--/--/--
Тульская обл.-1	101.90	-0.040	7.96	1.61	199	--	--	--	--	28.06.09	--	8.50	1 500	--/--/--
ТуранАлем Фин-1	100.00	0.00	--	--	--	6.41	-0.060	422	0.08	06.10.09	10.10.06	6.40	3 000	--/--/--
ТЧМ-2	100.20	0.00	--	--	--	8.89	-1.27	554	0.22	02.12.07	02.12.06	9.75	1 000	--/--/--
УБРиР-2	100.05	0.050	--	--	--	11.38	-7.05	668	0.77	02.07.09	05.07.07	11.00	1 000	--/--/--
Удмуртия	100.87	-0.040	7.92	1.94	212	--	--	--	2.10	27.12.08	--	8.20	1 000	--/--/--
Урал. завод прециз. сплавов	99.75	0.00	--	--	--	12.50	0.020	701	1.59	10.06.10	12.06.08	12.00	1 500	--/--/--
УралВагЗФ	100.22	0.0100	--	--	--	9.38	-35.2	738	0.06	30.09.08	03.10.06	13.36	2 000	--/--/--
УралВагЗФ-2	100.52	-0.0012	--	--	--	9.00	0.030	402	0.99	05.10.10	03.10.07	9.35	3 000	--/--/--
УралХимКомп	100.51	0.00	--	--	--	8.86	-1.08	496	0.37	21.01.11	26.01.07	10.00	500	--/--/--
УРСИ-4	104.76	1.56	5.68	-145.0	62	--	--	--	1.07	01.11.07	--	9.99	3 000	B+/-/B+
УРСИ-5	102.44	0.43	7.68	-29.6	227	--	--	--	1.47	17.04.08	--	9.19	2 000	B+/-/B+
УРСИ-6	100.65	0.050	--	--	--	8.02	-2.65	227	2.00	17.11.11	20.11.08	8.20	2 000	B+/-/B+
УРСИ-7	100.77	0.00	--	--	--	8.22	-0.020	236	2.23	13.03.12	17.03.09	8.40	3 000	B+/-/B+
Уфа-4	103.95	-0.20	7.93	12.0	244	--	--	--	1.59	03.06.08	--	10.28	500	B+/-/---
Финанс Интер-2	100.00	0.00	7.64	-0.19	272	--	--	--	0.94	12.09.07	--	7.50	2 500	--/--/--
ФСК-1	102.90	0.00	6.47	-0.52	128	--	--	--	1.20	18.12.07	--	8.80	5 000	B+/Baa2/--
ФСК-2	104.06	-0.055	7.13	1.62	85	--	--	--	3.28	22.06.10	--	8.25	7 000	B+/Baa2/--
ФСК-3	100.20	-0.017	7.12	0.83	133	--	--	--	2.09	12.12.08	--	7.10	7 000	B+/Baa2/--
Хабар.кр.-5	100.21	0.062	6.70	-114.4	470	--	--	--	0.06	05.10.06	--	10.00	700	--/--/--
Хабар.кр.-6	100.71	-0.088	7.57	4.21	179	--	--	--	2.07	24.11.09	--	9.00	1 000	--/--/--
ХайлендГолд	99.90	0.00	--	--	--	14.24	7.78	1 224	0.06	02.04.08	04.10.06	12.00	750	--/--/--
ХКФБ-2	99.98	0.13	--	--	--	8.68	-20.7	416	0.65	11.05.10	15.05.07	8.50	3 000	B/Ba3/--
ХКФБ-3	99.89	0.094	--	--	--	8.73	-19.6	448	0.51	16.09.10	22.03.07	8.25	3 000	B/Ba3/--
Хлебзвд 28	100.80	0.100	13.09	-51.7	967	--	--	--	0.24	07.12.06	--	16.00	75	--/--/--
ЦентрТелеграф-3	101.11	0.00	9.58	-0.050	371	--	--	--	2.25	01.04.09	--	9.75	700	--/--/--
ЦТК-3	100.06	0.00	4.87	-182.0	287	--	--	--	0.01	15.09.06	--	12.35	2 000	B-/--/B-
ЦТК-4	114.45	-0.11	8.34	3.50	234	--	--	--	2.53	21.08.09	16.11.06	13.80	7 000	B-/--/B-
Черемушки	99.50	0.00	--	--	--	12.78	0.45	860	0.48	02.03.09	05.03.07	11.30	700	--/--/--
Черкизово	99.88	-0.16	--	--	--	9.09	6.84	315	2.41	27.05.11	29.05.09	8.85	2 000	--/--/--
ЧТПЗ-1	102.25	-0.25	--	--	--	8.26	15.6	273	1.64	16.06.10	18.06.08	9.50	3 000	--/--/--
Чувашия-4	110.30	-3.60	7.93	150.7	210	--	--	--	2.16	27.03.09	--	12.33	750	--/--/--
Чувашия-5	100.50	0.100	7.87	-2.66	138	--	--	--	3.96	05.06.11	--	7.85	1 000	--/--/--
Электрон-1	100.00	-0.015	--	--	--	12.81	18.1	1 050	0.08	13.04.08	13.10.06	12.75	500	--/--/--
ЭФКО-2	100.13	0.030	--	--	--	10.32	-9.12	641	0.37	22.01.10	26.01.07	10.50	1 500	--/--/--
Юниаструмбанк	100.15	0.060	--	--	--	12.46	-15.5	836	0.44	17.02.09	20.02.07	12.50	1 000	--/--/--
ЮТК	100.04	0.00	6.70	-245.4	470	--	--	--	0.01	14.09.06	--	14.24	1 500	CCC+/Caa1/--
ЮТК-2	100.01	-4.32	10.69	1 080.1	669	--	--	--	0.41	07.02.07	--	10.50	1 500	CCC+/Caa1/--
ЮТК-3	102.11	-0.040	--	--	--	8.98	3.60	399	1.00	10.10.09	09.10.07	10.90	3 500	CCC+/Caa1/--
ЮТК-4	102.35	0.00	9.05	-0.23	344	--	--	--	1.78	09.12.09	--	10.50	5 000	CCC+/Caa1/--
ЮТС-2	99.65	0.00	--	--	--	13.44	2.09	1 014	0.21	25.11.08	28.11.06	11.50	1 200	--/--/--
ЮТэйр-1	100.15	0.050	9.93	-28.3	672	--	--	--	0.19	22.11.06	--	10.65	1 000	--/--/--
Яковлевский	99.90	-0.030	--	--	--	12.95	27.4	1 024	0.12	31.10.08	27.10.06	12.00	1 000	--/--/--
Якутия-3	108.66	0.00	6.92	-0.76	144	--	--	--	1.58	17.06.08	--	12.00	800	--/--/B+
Якутия-5	100.70	0.00	7.16	-0.95	274	--	--	--	0.59	21.04.07	--	9.00	2 000	--/--/B+
Якутия-6	108.00	0.12	7.26	-4.67	120	--	--	--	2.68	13.05.10	--	10.00	2 000	--/--/B+
ЯНАО	106.05	0.00	6.65	-0.48	105	--	--	--	1.76	03.08.08	--	10.00	1 800	BB+/-/--
Яр.обл.-2	104.56	-0.080	7.08	8.51	239	--	--	--	0.76	03.07.07	--	12.78	1 000	--/--/--
Яр.обл.-3	100.89	-0.16	6.95	81.7	382	--	--	--	0.18	17.11.06	--	12.00	1 000	--/--/--
Яр.обл.-4	107.70	0.00	7.30	-0.35	138	--	--	--	2.36	26.05.09	--	11.00	1 000	--/--/--
Яр.обл.-5	99.90	-0.0100	7.90	0.43	210	--	--	--	2.12	30.12.08	--	8.25	500	--/--/--
Яр.обл.-6	99.00	-0.25	8.05	8.80	188	--	--	--	2.98	19.04.11	--	8.35	2 000	--/--/--

\* В качестве ККД (ключевой кривой доходности) используется бескупонная кривая облигаций Москвы



Долговой инструмент	Цена	Изм. за день	Доходность к погашению / оферте	Изм. за день	Дюрация	Спрэд к суверенной кривой доходности		Спрэд к КО США		Дата погашения	Ставка купона	Объем выпуска	Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/ Fitch)
						Значение	Изм. за день	Значение	Изм. за день				
	п.п.	б.п.	%	б.п.	лет	б.п.	б.п.	б.п.	б.п.	%	млн.USD		
(callable)													
Сбербанк 15 (callable)	100.45	-0.033	6.79	0.54	6.57	103	-1.08	204	3.51	11.02.15	6.230	1 000	-- /A2/BBB
ХКФБ 08 (8.625%)	100.26	-0.0025	8.45	0.12	1.67	291	-1.22	358	1.67	30.06.08	8.625	275	B-/Ba3/ --
ХКФБ 08 (9.125%)	101.24	-0.0068	8.15	0.32	1.32	262	-0.96	321	1.63	04.02.08	9.125	150	B-/Ba3/ --
CLN													
АвтоВАЗ 08	100.75	0.00	7.98	-0.060	1.48	244	-1.37	307	1.36	20.04.08	8.500	250	-- /-- /--
Амтел 07	99.75	0.00	9.55	0.080	0.77	403	-1.10	450	1.01	30.06.07	9.250	175	-- /-- /--
ДжейЭфСи 07	100.00	0.00	9.72	0.070	0.55	422	-1.07	462	0.85	10.04.07	9.750	60	B-/-- /--
Интер РАО 08	99.00	0.00	8.48	0.100	1.44	294	-1.20	356	1.49	12.03.08	7.750	150	-- /-- /--
ИСД 10	100.00	-0.083	9.25	0.00087	0.96	372	7.51	423	9.79	23.09.10	9.250	150	-- /-- /--
КузбасРазрезУголь 07	98.70	0.00	10.65	0.50	0.81	513	-0.69	560	1.46	13.07.07	9.000	150	-- /-- /--
Миракс 08	100.25	0.00	9.50	-0.070	1.40	397	-1.36	458	1.29	27.02.08	9.700	100	-- /-- /--
НММЗ 07	97.75	0.00	14.44	2.61	0.50	893	1.48	933	3.62	22.03.07	9.800	100	-- /-- /--
Нутритэк 07	99.75	0.00	10.69	0.050	1.15	516	-1.20	571	1.24	30.11.07	10.500	100	-- /-- /--
Открытые Инвест 07	100.06	0.00	9.05	0.00	1.09	352	-1.24	406	1.15	09.11.07	9.125	150	-- /-- /--
Ритцио 07	100.75	0.00	9.49	-2.11	0.32	399	-3.21	451	-0.35	10.01.07	12.000	125	-- /-- /--
РуссМеднаяКомп 08	99.25	0.00	9.61	0.030	2.05	406	-1.36	480	1.75	20.12.08	9.250	100	-- /-- /--
САНОС 07	100.38	0.00	8.17	-0.25	0.56	266	-1.39	308	0.53	11.04.07	8.875	40	-- /-- /--
САНОС 08	100.50	0.00	8.41	-0.040	1.55	287	-1.36	351	1.43	12.05.08	8.750	50	-- /-- /--
САНОС 09	99.50	0.00	8.15	0.030	2.45	258	-1.41	337	1.79	28.05.09	7.950	100	-- /-- /--
Связной 07	99.75	0.00	11.02	0.030	0.85	551	-1.17	599	1.02	30.07.07	10.750	50	-- /-- /--
Седьмой Континент 07	98.75	0.00	8.50	0.36	1.01	298	-0.87	350	1.45	02.10.07	7.250	90	-- /-- /--

## Календарь

Дата	Событие	Влияние на ликвидность, млн руб.
13.09.2006	Аукционное доразмещение ОФЗ 46018	10 000.0
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 46014	2 906.5
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 46001	1 495.9
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 46018	1 065.4
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 27025	450.4
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 28002	438.8
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 27026	299.2
	Выплата купона по облигациям ЮТК-4	130.9
	Выплата купона по облигациям Финанс Интер-2	103.5
	Выплата купона по облигациям ИжАвто-1	64.0
	Выплата купона по облигациям Воронежская обл.-1	19.4
	Оферта на выкуп по облигациям Медведь-Финанс-1	--
14.09.2006	Аукцион по размещению первого выпуска облигаций ТАИФ-Финанс	4 000.0
	Выплата купона и погашение облигаций ЮТК-1	1 606.5
	Аукцион по размещению первого выпуска облигаций Восток-Сервис-Финанс	1 500.0
	Аукцион по размещению первого выпуска облигаций Эрконпродукт	1 200.0
	Аукцион по размещению первого выпуска облигаций Сэтл Групп (Петербургская недвижимость)	1 000.0
	Выплата купона по облигациям Банк Русский Стандарт-5	189.5
	Выплата купона по облигациям Макси-Групп	168.3
	Выплата купона по облигациям Татэнерго-1	72.2
	Выплата купона по облигациям Самарская обл.-2	34.0
	Выплата купона по облигациям Республика Башкортостан-4	20.0
	Выплата купона по облигациям ОФЗ 46011	--
	Оферта на выкуп по облигациям Финанс Интер-2	--
15.09.2006	Аукционное доразмещение ОБР-2 Банком России	98 500.0
	Выплата купона и погашение облигаций Центртелеком-3	2 123.2
	Выплата купона по облигациям Сибкадембанк-2	37.4
	Оферта на выкуп по ОБР-2	--
	Уплата акцизов, ЕСН и страховых взносов	--
18.09.2006	Выплата купона и погашение облигаций Микояновский мясокомбинат-1	1 067.7
19.09.2006	Аукцион по размещению первого выпуска облигаций Мосэнерго	5 000.0
	Выплата купона по облигациям Уралсвязьинформ-7	125.7
	Выплата купона по облигациям Новосибирская обл.-3	56.1
	Выплата купона по облигациям Евросервис Финанс-1	52.4
	Выплата купона по облигациям ТД Копейка-1	29.2
	Выплата купона по облигациям Якутия-3	23.9
	Выплата купона по облигациям Терна-Финанс-1	17.5
	Выплата купона по облигациям Ютранзитсервис-1	1.50

## Планируемые выпуски

Время размещения	Выпуск	Срок обращения	Объем, млн руб.
14 сентября	Восток-Сервис-Финанс	3 года	1 500.0
14 сентября	Сэтл Групп (Петербургская недвижимость)	5 лет	1 000.0
14 сентября	ТАИФ-Финанс-1	4 года	4 000.0
14 сентября	Эрконпродукт	3 года	1 200.0
19 сентября	Мосэнерго	5 лет	5 000.0
20 сентября	НК Альянс	5 лет	3 000.0
21 сентября	Карусель Финанс	7 лет	3 000.0
21 сентября	ЛОМО-3	3 года	1 000.0
21 сентября	Сатурн-2	5 лет	2 000.0
3 кв. 2006	Аладушкин Финанс-2	5 лет	1 000.0
3 кв. 2006	ЕБРР-3	3-5 лет	5 000.0
3 кв. 2006	Екатеринбургский мясокомбинат	3 года	500.0
3 кв. 2006	Комплекс Финанс	3 года	1 000.0
3 кв. 2006	Лебедянский	5 лет	2 300.0
3 кв. 2006	Нижегородская область	-	2 000.0
3 кв. 2006	Уфа-5	3 года	500.0
3 кв. 2006	Финансбанк	4 года	1 000.0
3 кв. 2006	Экспобанк	3 года	1 000.0
4 кв. 2006	Красноярский край-4	5 лет	5 000.0
2006	ОГК-5	5 лет	5 000.0
2006	АИЖК-7	10 лет	4 000.0
2006	АИЖК-8	12 лет	5 000.0
2006	АИЖК-9	11 лет	5 000.0
2006	Банк Авангард	3 года	1 000.0
2006	Банк Жилищного Финансирования-2	-	1 200.0
2006	Банк Российский Капитал	2 года	500.0
2006	Банк Союз-2	3 года	2 000.0
2006	Белон-Финанс-2	5 лет	2 000.0
2006	Внешторгбанк	10 лет	15 000.0
2006	Вулкан Финанс	-	1 000.0
2006	Газпромбанк-2	-	5 000.0
2006	ГЛОБЭКСБАНК	3 года	2 000.0
2006	Группа ЛСР-2	-	2 000.0
2006	Группа Магnezит	-	1 500.0
2006	Джей Эф Си	5 лет	2 000.0
2006	Диксис Трейдинг	3 года	1 800.0
2006	Екатеринбургская электросетевая компания	3 года	500.0
2006	Инвестсбербанк	3.5 года	1 200.0
2006	Кировская область	-	1 500.0
2006	Коми-9	-	920.0
2006	Лебедянский	5 лет	2 300.0
2006	Ленэнерго	-	3 000.0
2006	Ливиз-Финанс	3 года	600.0
2006	Мастер-Банк-3	5 лет	3 000.0
2006	МБРР	5 лет	3 000.0
2006	Минеральные удобрения	-	950.0
2006	Мосинжстрой	3 года	3 000.0
2006	Москва-41	-	6 621.7
2006	Москва-45	-	15 000.0
2006	Москва-46	-	10 000.0
2006	Московская лизинговая компания	3 года	550.0
2006	Московская топливная компания	-	750.0
2006	Новая перевозочная компания Финанс	-	1 500.0
2006	Новосибирск-4	5-7 лет	1 500.0
2006	Нортгаз-Финанс-2	2 года	1 800.0
2006	НФК-Банк	3 года	1 000.0
2006	ПАВА	5 лет	1 000.0
2006	Промтрактор-Финанс-2	5 лет	3 000.0
2006	Рос-Финанс	3 года	3 000.0
2006	Санкт-Петербург	-	5 500.0
2006	Саратов	-	600.0
2006	Северная Казна-Финанс	3 года	1 000.0
2006	Сибкадембанк-4	4 года	2 000.0
2006	Сибкадембанк-5	5 лет	3 000.0
2006	ТД Копейка-3	5 лет	4 000.0
2006	ТД Перекресток	-	9 000.0
2006	Тинькофф-Инвест	3 года	1 000.0
2006	ЦЕНТР-КАПИТАЛ	2 года	1 000.0
2006	Энерго Машиностроительный Альянс Финанс	5 лет	2 000.0
2006	Эфирное-2	4 года	1 500.0



## Ключевые доходности рублевых облигаций

### Уровень доходности на кривой ОФЗ

Дюрация	Текущая	1 мес. назад	6 мес. назад	Инструмент	Погашение	Доходность	Дюрация
1 год	5.29%	5.59%	5.67%	ОФЗ 45001	15.11.2006	2.07%	0.18
2 года	5.79%	5.96%	6.05%	ОФЗ 27025	13.06.2007	5.02%	0.73
3 года	6.08%	6.18%	6.27%	ОФЗ 25058	30.04.2008	5.74%	1.55
4 года	6.26%	6.38%	6.43%	ОФЗ 46001	10.09.2008	5.62%	1.16
5 лет	6.40%	6.51%	6.56%	ОФЗ 25060	29.04.2009	6.09%	2.44
6 лет	6.51%	6.62%	6.66%	ОФЗ 25057	20.01.2010	6.12%	2.99
7 лет	6.60%	6.69%	6.74%	ОФЗ 46003	14.07.2010	6.10%	2.91
8 лет	6.67%	6.75%	6.82%	ОФЗ 25059	19.01.2011	6.32%	3.83
9 лет	6.73%	6.79%	6.89%	ОФЗ 46002	08.08.2012	6.36%	4.27
10 лет	6.76%	6.81%	6.98%	ОФЗ 26198	02.11.2012	6.52%	5.04
11 лет	6.78%	6.81%	7.05%	ОФЗ 46017	03.08.2016	6.65%	6.76
12 лет	6.79%	6.81%	7.10%	ОФЗ 46014	29.08.2018	6.54%	5.39
13 лет	6.79%	6.79%	7.10%	ОФЗ 46018	24.11.2021	6.69%	8.57
14 лет	6.78%	6.78%	7.04%				
15 лет	6.76%	6.75%	6.91%				

### Уровень доходности на московской кривой

Дюрация	Текущая	1 мес. назад	6 мес. назад	Инструмент	Погашение	Доходность	Дюрация
1 год	4.99%	5.87%	5.69%	Мос-27	20.12.2006	-1.53%	0.26
2 года	5.74%	6.16%	6.01%	Мос-31	20.05.2007	5.43%	0.67
3 года	6.18%	6.41%	6.16%	Мос-40	26.10.2007	5.48%	1.06
4 года	6.49%	6.63%	6.32%	Мос-36	16.12.2008	6.00%	2.05
5 лет	6.68%	6.81%	6.50%	Мос-47	28.04.2009	5.51%	2.33
6 лет	6.80%	6.94%	6.69%	Мос-38	26.12.2010	6.46%	3.58
7 лет	6.90%	7.01%	6.84%	Мос-39	21.07.2014	6.84%	5.82
8 лет	6.95%	7.02%	6.94%	Мос-44	24.06.2015	6.85%	6.28

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность - лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000  
дилерская деятельность - лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000  
депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100

## Раскрытие информации

### Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.