



## МОНИТОР ВТОРИЧНОГО РЫНКА

### Комментарий

Как показывают графики индексов НИКойла, на прошедшей неделе рынок рублевых облигаций активно двигался вверх, что в первую очередь касалось муниципального сектора, в котором апгрейд рейтинга Москвы агентством S&P до инвестиционного уровня привел к ажиотажу на аукционе по размещению новых выпусков Москва-41 и 42, а также последующему ралли на всей московской кривой. Не мудрено, что в результате лидерами по оборотам за неделю стали собственно московские облигации, а также привязанный к ним выпуск МО-4.

#### Мировой уровень процентных ставок (долгосрочный негативный фактор)

В пятницу в США был опубликован очередной доклад департамента труда США о ситуации на рынке рабочей силы за январь. Количество рабочих мест, созданных за месяц в несельскохозяйственных отраслях (Change in Non-farm Payrolls) составило +146 тыс. при том, что рынок ожидал эту фигуру на уровне +200 тыс. Само по себе значение +146 тыс. совсем не плохо – оно означает, что занятость в экономике США уверенно растет, однако тот факт, что темп роста занятости отклонился от прогноза в негативную сторону, вызвал покупки Treasuries, в результате чего доходность 10-летних выпусков снизилась до 4,08%. В общем, T'15 остаются в диапазоне 4-4,4%, причем уровень 4% представляет собой сильное долгосрочное сопротивление.

Интересно отметить, что доходность 2-летних Treasuries практически не пострадала в пятницу и находится сейчас на уровне 3,3%, что всего на 0,78% ниже доходности 10-летних выпусков. При этом, перспектива роста учетной ставки в США сохраняется, поскольку, согласно опросу Bloomberg, уже 48 экономистов единогласно высказались в пользу того, что на следующем заседании FOMC 22 марта ставка вновь будет поднята до уровня 2,75%.

Таким образом, ситуация в США становится все более взрывоопасной: короткие ставки устойчиво возрастают, тогда как длинные, наоборот, демонстрируют даже некоторую тенденцию к снижению. Поскольку, согласно теории, длинные ставки должны отражать уровень ожиданий рынком спот-ставки в будущем, особенных оснований для наблюдаемого уплощения кривой мы не видим: текущий уровень короткой ставки с исторической точки зрения является низким, поскольку, например, с 1995 по 2000 годы учетная ставка устойчиво колебалась в диапазоне 5-6%, а в 80-х годах вообще превышала 10%.

В результате, сегодняшнюю динамику длинных Treasuries скорее нужно признать аномальной и, соответственно, чреватой неожиданным быстрым ростом доходности T'15 при ликвидации этой аномалии, как это уже было в апреле 2004 года, когда доходность T'14 поднялась за месяц на 1%.

#### Курс рубля (умеренно позитивный фактор)

Если не следить пристально за краткосрочными колебаниями курса рубля, наблюдаемыми в последнее время, общая картина динамики национальной валюты остается очень позитивной: с октября 2004 года рубль вырос с уровня 29,3 до 28,13 руб/долл, что добавило к эффективной валютной доходности любых рублевых обязательств 12% годовых.

Текущие же курсовые колебания стали за это время менее предсказуемыми, поскольку ЦБ отказался в этом году от установления четких целей валютной политики, аналогичных тем, которые он не смог выполнить в 2004 году (ограничения реального роста эффективного курса рубля) из-за большого притока нефтедолларов. Официально объявленное на прошлой неделе введение бивалютной корзины из 0,9 доллара и 0,1 евро означает лишь, что вмешательство ЦБ на валютном рынке станет более гибким и допускающим большую волатильность курса рубля, который в многом становится деривативом валютной пары доллар-евро.

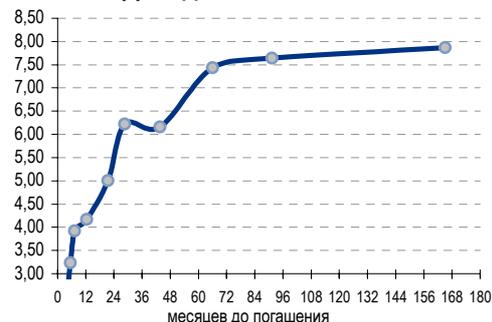
Ограничением интервенций ЦБ преследует цель снизить негативное влияние валютного рынка на инфляцию, рост которой в конце 2004 года можно непосредственно связать с накачкой Центробанком экономики рублями, призванной поддержать курс доллара на валютном рынке. Однако это означает, что рубль окажется более чувствительным к таким факторам, как колебания спроса и предложения, которые ранее смягчались присутствием на рынке Банка России. В условиях остающихся очень высокими цен на нефть (39 долл. за баррель URALS) это обещает нам продолжение долгосрочной тенденции укрепления национальной валюты из-за притока экспортной выручки.

При этом единственным фактором, который может остановить укрепление рубля, является теоретически возможное глубокое падение евро по отношению к доллару. Поскольку евро как раз и находится сейчас в состоянии коррекции, этот фактор нельзя сбрасывать со счетов: технический пробой в пятницу долгосрочной восходящей линии тренда, находившейся сегодня на уровне 1,2875 долл/евро, открывает европейской валюте дорогу к более низким уровням, где следующей поддержкой станет отметка 1,263 долл/евро, а затем – 1,245. Однако необходимо понимать, что для поддержания стоимости бивалютной корзины в сегодняшней ее композиции на постоянном уровне курс рубль-доллар должен изменяться (в первом приближении) всего на одну десятую изменения курса доллар-евро. Именно это дает возможность предполагать, что даже при сильной коррекции евро приток нефтедолларов будет оказывать на рубль более сильное укрепляющее влияние в долгосрочной перспективе.

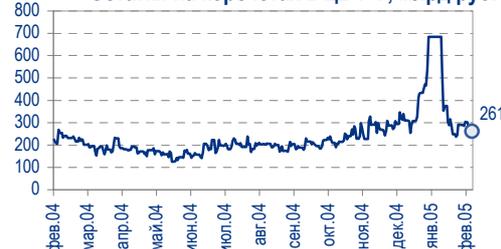
#### Вывод

Предполагаемый рост доходности Treasuries уравнивается в среднесрочной перспективе постепенным укреплением курса рубля, поэтому наш взгляд на рынок остается нейтральным: наиболее разумным взглядом для инвесторов, вкладывающих сейчас деньги на срок 6 месяцев, будет сценарий неизменности уровня ставок. См. сценарий 2, стр. 4.

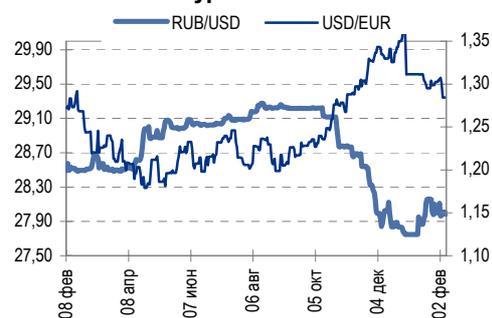
Доходность ГКО-ОФЗ



Остатки на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.



Курсы валют



Доходность суверенных российских еврооблигаций

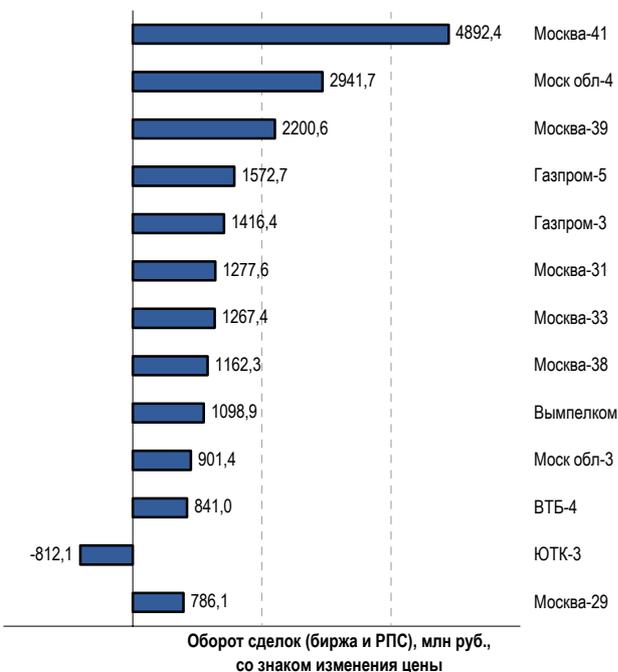




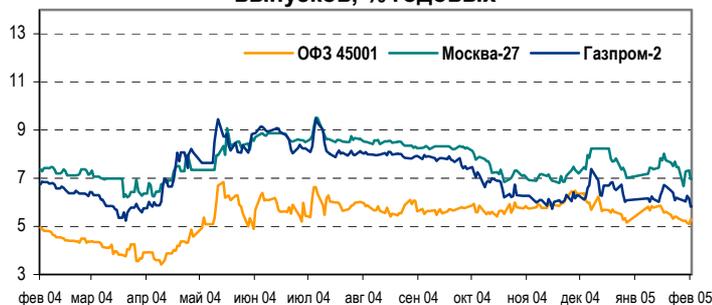
## Индикаторы текущего состояния рынка



### Лидеры торговых оборотов за неделю



### Сравнительная доходность качественных выпусков, % годовых



### Среднемесячная волатильность облигаций первого эшелона, % от номинала





## Анализ вексельной (HPR) доходности владения

Горизонт: 6 месяцев

Сценарий 1 (позитивный): падение доходности на 1% годовых

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 03.08.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКойл
Москва-39	108.05	24.28	113.85			BB+/Ba3	
Коми-7	96.22	23.72	100.72			-/Ba3	
НИКОСХИМ	100.14	21.24	103.45			CCC+/ruBB+	C
Коми-8	111.35	19.93	114.27			-/Ba3	
Москва-38	110.26	18.98	113.44			BB+/Ba3	
Центротел-4	106.9	18.92	110.67			CCC+/ruBB+	B
ИжАвто	96.35	18.9	99.62				C
Айжик-2	108.15	17.88	112.8				
Волг обл	102.5	17.81	104.8				
МИГ	99.15	17.48	100.03				
РусТекстиль	108.31	17.13	104.47				C-
Уфа-4	98.45	16.98	101.88			B	
Разгуляй	99.45	16.92	100.42				C-
Якутия-3	103.6	16.6	106.28			ruA	
Москва-41	100.6	16.47	111.85			BB+/Ba3	
Своясеть	101.88	16.13	102.07	12.03	26.07.05		
Новосиб обл-2	103.65	15.77	105.33				
Моск обл-4	108.45	15.69	111.44			BB-/ruAA-/Ba3	
Якутскэнерго	101.4	15.6	101.74				Yakutskenergo
Айжик-3	103.7	15.43	107.08				
ИлимЛадп	101.24	15.43	101.87				B
Брянск	101.78	15.28	102.87				
РусАвтоФин	101	15.25	101.63				C
Г-ТЭЛ-2	100	15.24	101.46				B-
Ином-Авто	100.3	15.1	100.13	15.14	24.05.05		B-
ОТК	103.19	14.94	104.17			ruBBB/B3	
Айжик	107.1	14.74	109.6				B-
ЦентТелеграф	105.3	14.73	105.29				C
Ленэнерго	101.89	14.72	101.35				B-
Ломск обл-2	101.59	14.51	103.21			ruA	
Сапават-2	100.38	14.48	102.92				B+
Сибирьтел-4	106	14.43	107.45				B
Ковосток	100.3	14.38	102.1				
Коми-5	110.54	14.37	111.1			-/Ba3	
КОТК-3	99.99	14.28	101.25			ruBBB/B3	B-
ЛУМФ-2	100.4	14.28	101.25	14.23	12.07.05		D+
Ломск	101.25	14.15	102.08				B+
УрСЙ-4	101.22	14.11	103.51			B-	
НовЧереом	100.85	14.04	104.81	14.05	11.05.05		B-
ИВЗ	104.45	14.04	104.81	14	27.05.05		
ГлМосСтрой	99.33	14	100.62				
Югаир	99.95	14	100.62				
Новосибирск-2	102.88	13.98	103.38				
САИК	100	13.88	103.38	13.88	14.07.05		C
СС-Авто	101.9	13.81	103.31				B
Балтика	99.78	13.76	102.36			BB/Ba2	A-
Москва-29	100.27	13.62	110.25			BB+/Ba3	
Дальневост	105.05	13.55	104.89				B-
Краснод край	101.45	13.52	103.06				
Якутия-5	98.59	13.41	100.21			ruA	
Новосиб обл	103.45	13.4	103.6				
МегаФон-2	100.25	13.32	102.45			B+/ruA+/B3	B+
Башкортостан-4	98.5	13.16	101.14			BB-/Ba1	
ОСГ	102.7	13.09	103.4	13.09	08.07.05		C+
Нижегор обл-1	102.6	13.08	103.4				
Ломск обл-1	102.15	12.83	102.71			ruA	
Хаб край-5	101.95	12.79	102.54				
Мастербанк	100.3	12.78	102.54	12.78	07.06.05		
Уфа-3	100.05	12.71	101.4			B	
ДжЭфСи	101.3	12.65	100.78				C+
Сальмон-2	100.4	12.63	100.55				
Газпром-5	100.59	12.51	103.21			BB-/	A
Лукойл	99.85	12.44	102.49			BB/Ba2	A
Москва-40	107.38	12.38	108.02			BB+/Ba3	
Иваз Обл-2	111.82	12.35	110.25				
Амтел	100.89	12.34	100.82				B-
Красноярск-4	104.17	12.31	104.35				
Норгаз	103.07	12.24	101.63				C+
Газпромгаз	102.81	12.1	100.07	12.02	05.08.05		C+
Мечел-ТД	102.3	12.09	102.7			B-	
Центротел-3	104.32	11.98	104.67			CCC+/ruBB+	B
Сибирьтел-3	101.1	11.81	103.23				
ПИЛ-1	101.04	11.79	100.59				C
ММБ-1	100.05	11.72	101.96				
УрСЙ-6	107.15	11.68	108.03			B-	B+
Моск обл-3	107.13	11.5	108.07			BB-/ruAA-/Ba3	
Газпром-3	101.86	11.35	103.57			BB-/	A
Москва-42	107.15	11.28	108.31			BB+/Ba3	
Москва-31	106.35	11.16	101.58			BB+/Ba3	
ИП	100.23	11.11	101.45				B+
Амтелшиппром	107.6	11.08	104.23				B-
Испания	100.9	10.83	103.77	10.86	23.06.05	B-/ruBBB	NR
Якутия-4	104.96	10.83	104.59			ruA	
Латнефть-3	104.85	10.83	104.59			B/B2	A-
Интегро	106.56	10.79	106.14				A-
Севрален	100.89	10.69	100.82				C
УВЗ	102	10.63	100.99				B-
МГТС-4	101.75	10.52	102.24			B-/ruBBB+	
ЭФКО	102.65	10.49	100.65				C
КамАЗ	102	10.48	101.36				C
ГОЭЭК	101.16	10.41	101.36	10.41	07.06.05		C-
Иркут обл-2	101.74	10.38	101.54			B	
Москва-27	114.3	10.38	112.85			BB+/Ba3	
Петроком	106.4	10.34	104.71			B/ruAA1	
Нидан	102.12	10.19	101.34	10.28	08.06.05		C
Башкирэн	105.5	10.19	101.34	10.18	26.06.05		B
СМАРТС-2	101.23	10.15	112.37				C-
ТНК-5	113.93	10.15	112.37			BB-/Ba2	A
СМАРТС-3	103.19	10.1	101.14				B-
Алкон	102.99	10.06	101.47				B
Баш-1	100.43	10.02	100.99			B+/ruA+/B1	B+
Велгор обл-3	108.5	9.95	104.57				
Валтмор	103.5	9.81	100.76				C+
Валтморком	102.15	9.8	102.31	9.32	02.09.05		
ОМЛ-4	102.45	9.73	100.63	9.19	01.09.05	BB-/Ba3	A-
Москва-37	105.37	9.7	105.53			CCC+/ruBB	B-
Севгаз	104.35	9.5	102.13			BB+/Ba3	
ЛУК-4	98.76	9.48	102.13	9.48	29.06.05	B1	B+
РСКБанк	100.68	9.47	101.02				C
ВолгаЛел	106.35	9.27	103.95			B/ruA-	B+
ИКУУ-3	101.4	9.19	101.41	8.62	01.09.05		B
ИРКУ-2	105.3	9.16	102.35				B
Москва-32	104.51	8.89	104.24			BB+/Ba3	
СЗГел-2	103.32	8.88	101.36			B-/ruBBB	B
АвтоАЗ-2	100.35	8.8	100.23	8.5	17.08.05		
Русстанд-3	102.31	8.29	100.57	7.75	01.09.05	B/ruBBB+	
ВМЗ-1	103.85	8.04	100.82	7.48	31.08.05		C+
Валтморком	101.78	7.78	105.24	7.88	15.05.05		
БШ-4	101.78	7.7	100.65			BB+	
РусАлфин	101.58	7.7	100.65				NR
АЛРОСА-19	108.75	7.11	102.76			B/B1	A-
Москва-28	108.14	7.06	104.56			BB+/Ba3	
Газпром-2	106.78	6.83	103			BB-/	A
РусАлфин-2	100.82	6.55	99.74	6.55	20.05.05		NR
РАО ЕЭС-2	105.45	6.47	102.59				A-
Москва-34	106.88	5.75	100.69	5.21	28.08.05	B+/ruA+	
Москва-24	105.49	5.64	101.1	5.05	02.09.05	BB+/Ba3	
Северсталь	101.5	5.48	100.75	5.48	10.07.05	B+/B1	A-
Хаб край-4	102.97	5.28	101.36	5.28	27.05.05		
Моск обл-2	104	5.07	100.05	5.07	10.06.05	BB-/ruAA-/Ba3	
Москва-33	101.8	3.99	102.05	3.99	27.05.05	BB+/Ba3	



**Сценарий 2 (нейтральный): доходность остается неизменной  
- представляется нам наиболее вероятным**

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 03.08.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКойл
НИКОСХИМ	100.14	19.73	107.39			СССР/ruBB+	C
ИжАвто	96.35	18.7	99.52				C
МИГ	99.15	16.84	99.7				
Разгуляя	99.45	15.49	99.69				C
Урал-Векстиль	104.31	15.4	103.92				C
Инком-Авто	100.3	13.59	99.22	15.14	24.06.05		C
Евросеть	101.68	14.9	101.43	12.03	26.07.05		C
Ирлэнд	101.24	14.37	101.31				B
ПолМО-2	100.4			14.23	12.07.05		D+
НовЧерем	100.85			14.05	11.05.05		
ГП МосСтой	99.93			14	27.05.05		
СЗЛК	100			13.88	14.07.05		C
РусАвтоФин	101	13.86	100.92				C
Жукотского	101.3	13.86	100.8				Yakutskenergo
ГТЭЛ-2	100	13.67	100.68			-/Ba3	B-
Комп-7	96.22	12.3	96.85				
ЮТэйр	99.95	13.44	100.33				
Брянск	101.79	13.27	101.83				
Централ-4	101.9	13.18	107.46			СССР/ruBB+	B
ЮТК	102.7			13.09	08.07.05		C+
ЮТК	103.19	13.08	103.17			ruBBB/3	B-
Волг обл	102.5	13.05	102.45				
ЮТК-3	93.99	13.05	103.62			ruBBB/3	B-
Щел Телеграф	105.3	12.99	104.36				C
МастерБанк	100.3			12.78	07.06.05		
Комп-9	110.16	12.74	110.2			-/Ba3	C+
Дж-ЭЛ	102.33	12.43	100.62				
Сальмон-2	100.4	12.31	100.4				
Уфа-4	98.45	12.26	99.55			B	
Новосиб обл-2	101.95	12.13	103.42				
Гомск	101.95	12.11	101.04				
Алтайэнерго	102.81	12.08	100.06	12.02	05.08.05		C+
ТВС	104.45	12.05	103.74				B-
Юкитя-3	103.5	12.03	103.91			ruA-	
Амтел	100.69	11.78	100.53				B-
Ленэнерго	99	11.78	99.87				B-
Красноск	100.3	11.77	100.75				B
Нордгаз	103.07	11.76	101.37				C+
Новосибирск-2	102.58	11.71	102.21				
Москва-39	106.05	11.69	107.25			BB+/Ba3	
Новосиб обл	103.45	11.63	103.73				
Дальсвязь	105.05	11.38	103.73				B-
СС-Авто	101.9	11.2	101.99				B-
Сибирьтел-4	106	11.14	107.1				B
Гомск обл-1	102.15	11.05	101.82			ruA	
Уфа-3	100.05	10.96	100.54			B	
Нижегор обл-1	102.8	10.9	102.3			ruA	
Гомск обл-2	101.59	10.9	101.33				
ИстрЛайн	100.9			10.85	23.06.05	B-/ruBB-	NR
Хаб край-5	101.95	10.73	101.5				
Салават-2	101.35	10.72	100.95				B+
Комп-5	110.54	10.59	109			-/Ba3	
Аижк-2	108.75	10.56	108.99				
Менел-ТД	102.3	10.53	101.9				B-
Москва-38	110.66	10.52	111.11			BB+/Ba3	
Свердлэн	100.29	10.47	100.05				C
Краснод край	101.45	10.45	101.49				
Юкитя-5	98.59	10.42	98.75				
ГО-ЭК	101.16			10.41	07.06.05	ruA-	
Амтелшипром	107.6	10.38	103.85				C-
Метран-2	100.25	10.36	100.94			B+/ruA+/B3	B+
Уфа	102	10.32	103.1				B+
УрСН-4	101.22	10.29	101.56			B/-	B+
ЭФКО	102.65	10.29	100.54				C-
Нидан	102.12			10.28	08.05.05		C
Газв Обл-2	111.62	10.22	109.08				
СМАРТС-2	101.28			10.18	26.06.05		B-
Красноярск-4	104.17	10.17	103.25				B
Сибирьтел-3	107.1	10.14	107.93				B
Централ-3	104.32	10.05	103.63			СССР/ruBB+	B
Вашкиван	105.5	9.99	101.23				B
КамАЗ	102	9.97	101.09				B+
Урал-15	107.15	9.95	99.42			B/-	C+
ПТИ-1	101.04	9.91	98.59				C
СМАРТС-3	103.19	9.79	100.97				B-
Балтика	99.28	9.77	100.35			BB/Ba2	B-
Моск обл-4	108.45	9.75	108.26			BB-/ruAA-/Ba3	A-
Юкитя-4	104.96	9.74	103.19			ruA-	
ТН	100.23	9.69	100.73				B+
Валтмор	105.5	9.66	106.68	9.32	02.09.05		C+
Ахон	102.99	9.6	101.24				B
ОМЗ-4	102.45	9.58	100.55	9.19	01.09.05	СССР/ruBB	B-
Вашкостотан-4	98.5	9.49	99.3			BB-/Ba1	
ПТИ-4	103.7			9.48	29.06.05		C
Аижк	107.1	9.35	106.71				
Волг обл-3	108.5	9.28	104.21				
Петроком	101.4	9.21	101.11			B/ruA11	
МГТС-4	101.75	9.19	101.55			B-/ruBB+	B+
Латнефть-3	104.85	9.17	103.73			B/B2	A-
Иркут обл-2	101.74	9.15	100.91			B	
Аижк-3	103.7	9.09	103.78				
НКНХ-3	100.4	9.03	100.26	8.62	01.09.05		B
Интеробю	106.56	9.02	105.16				A-
ИМБ-1	100.05	9.02	100.58				
Евваз	103.35	8.86	101.79			B1	B+
РХБанк	100.68	8.83	100.69				
Москва-29	107.82	8.78	107.63			BB+/Ba3	
Бел-1	100.46	8.77	100.35			B+/ruA+/B1	B+
АвтоВАЗ-2	100.35	8.73	100.19	8.5	17.08.05		B
ИРКУТ-2	105.3	8.7	102.1				B
Газпром-3	101.35	8.63	102.21			BB-/A	A
Газпром-5	100.59	8.63	101.23			BB-/A	A
Москва-41	108	8.57	107.64			BB+/Ba3	
С-3 тел-2	103.32	8.51	101.19			B-/ruBB	B
Москва-40	107.83	8.43	106.95			B+/Ba3	
Вымпелком	102.15	8.36	101.57			BB-/Ba3	A-
Лукойл	99.85	8.32	100.43			BB/Ba2	A
Волга тел	106.35	8.29	103.42			B/ruA-	B+
РусСтанд-3	100.11	8.14	100.25	7.75	01.09.05	B/ruBB+	
Моск обл-3	107.13	8.08	106.18			BB-/ruAA-/Ba3	
Москва-31	106.53	8.03	105.9			BB+/Ba3	
Москва-27	114.3	8.02	111.5			BB+/Ba3	
ВМЗ-1	103.85	7.9	100.75	7.48	31.08.05		C+
Таттелеком	101.18			7.88	15.05.05		
ТНК-5	113.93	7.84	111.05			BB-/Ba2	A
Москва-42	107.15	7.79	106.42			BB+/Ba3	
Москва-37	105.37	7.63	104.44			BB+/Ba3	
РусАлфин	101.58	7.49	100.54				NR
Москва-32	106.51	7.41	104.47			BB+/Ba3	
ВТБ-3	107.9	6.77	104.67			BB+	
АЛРОСА-19	106.75	6.7	102.53			B/B1	A-
РусАлфин-2	100.82	3.48	98.19	6.55	20.05.05		NR
Газпром-2	107.43	6.39	102.74				A
Москва-28	108.14	6.33	104.17			BB+/Ba3	
РАО ЕЭС-2	106.45	6.06	102.37			B+/ruA+	A-
Москва-34	102.56	5.62	100.62	5.21	28.08.05	BB+/Ba3	
Москва-24	106.99	5.48	101.02	5.05	02.03.05	BB+/Ba3	
Северсталь	101.5			5.07	10.05.05		
Хаб край-4	102.32			5.48	10.07.05		A-
Моск обл-2	104			5.07	10.05.05	BB-/ruAA-/Ba3	
Москва-33	101.8			3.99	27.05.05	BB+/Ba3	
ИНТЕКО	101.8	0.44	96.63				B-



Сценарий 3 (негативный): рост доходности на 1% годовых

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 03.08.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКойл
ИжАвто	98.35	19.49	99.42				C
НИКОСХИМ	100.14	18.24	101.94				C
МИ	99.15	16.2	99.38			CCC+/ruBB+	C
Ином-Авто	100.03	12.1	98.33				C
ПОИМ-2	100.4			15.14	24.05.05		D+
Разгуляй	99.45	14.08	98.99		12.07.05		C-
НовЧерем	100.85			14.05	11.05.05		C
ГиперСтрой	99.33			14	27.05.05		C
Эврик	100			13.88	14.07.05		C
Евроост	101.68	13.7	100.8	12.03	26.07.05		C
РусТекстиль	104.31	13.7	102.58				C
УльянПилл	101.24	13.33	100.76				B
ОС	102.7						C+
ЮТэйр	99.95	12.88	100.05		13.09	08.07.05	C+
МастерБанк	100.3						C
РусАвтоФин	101	12.5	100.23		12.78	07.05.05	C
Жукскэнерго	101.3	12.15	99.89				Yakutskenergo
Т-Г-ЭП-2	100	12.12	99.9				B-
Алтайэнерго	102.81	12.07	100.25	12.02	05.08.05		C+
ДжэФСи	101.3	12.01	100.48				C+
Сальмон-2	100.4	12	100.23				C+
ЮТК-3	99.99	11.84	100				C+
Борск	101.99	11.81	100.81			ruBBB/B3	B-
Нордгаз	103.07	11.28	101.12				C+
Центрэнерго	105.3	11.28	103.45				C
Амтел	103.38	11.23	101.23				B-
КОТК	103.19	11.23	102.19			ruBBB/B3	B-
Истлайн	100.9			10.86	23.06.05		NR
ГОУЭ	101.16			10.41	07.05.05		C
СевелЭн	100.29	10.3	99.96				C
Нидан	102.12				10.28	08.05.05	C
СМАРТС-2	101.28			10.18	26.06.05		B-
Томск	102.25	10.12	100.02				B-
ТВК	104.45	10.11	102.69				B-
ЭФКО	102.65	10.08	100.43				C-
УВЭ	102	9.99	100.66				B-
Новосиб обл	104.45	9.94	101.87				B-
Вашкино	105.5	9.8	101.12				B
АмтелШинпром	107.6	9.68	103.47				B-
Баллимо	103.5	9.51	100.8	9.32	02.09.05		C+
Новосибобл-2	102.58	9.48	101.06				C+
ПИК-4	99.76			9.48	29.06.05		C
СМАРТС-3	103.19	9.43	100.8				B-
КамАЗ	102	9.42	100.83				C
ОМЗ-4	102.45	9.43	100.47	9.19	01.09.05	CCC+/ruBB	B-
Томск обл-1	102.15	9.32	100.94			ruA	B-
Дальсвязь	105.02	9.25	102.56				B-
Уфа-4	100.05	9.23	98.69			B	B-
КвВосток	100.3	9.23	99.43				B
Ахон	102.99	9.15	101.01				B
Ленел-ТД	102.33	8.99	101.11				B
Ленэнерго	99	8.92	98.43				B-
НКНХ-3	100.4	8.88	100.19	8.82	01.09.05		B-
Нижнег обл-1	100.19	8.76	100.2				B-
Каз край-3	101.35	8.72	100.48				B
Якутия-4	104.96	8.66	102.62			ruA-	B
АвтоВАЗ-2	100.95	8.65	100.15	8.5	17.08.05		B
Волг обл	102.5	8.64	100.13				B
СВ-Авто	101.9	8.64	100.7				B
Волго обл-3	108.5	8.62	103.84				B
Новосиб обл-2	103.65	8.56	101.56				B
Сибирьтел-3	107.1	8.48	104.43				B
ПНП	100.23	8.3	100.03				B+
УрСиб	107.15	8.28	104.53			B/-	B+
ГРКУТ-2	105.3	8.24	103.26				B
Евоаз	103.35	8.23	101.47			B1	B+
Петроком	106.4	8.21	103.52			B/ruA1	B+
РусФинк	100.88	8.19	100.37				B
СЗ-Тел-2	103.32	8.19	101.03			B-/ruBBB	B
Центртел-3	104.32	8.15	102.62			CCC+/ruBB+	B
Тверь обл-2	111.62	8.12	107.89				B
Кварсиояск-4	104.17	8.08	102.17				B
ПИТ-1	101.04	8.06	98.62				C
РусСтанд-3	102.31	8	100.21	7.75	01.09.05	B/ruBBB+	C
Искит обл-2	101.74	7.95	100.29			B	B
Сибирьтел-4	106	7.83	103.04				B
МТС-4	101.75	7.88	100.88			B-/ruBBB+	B+
Таттелеком	101.18			7.88	15.05.05		B+
БМЗ-1	98.35	7.75	100.67	7.48	31.08.05		C+
Уфа-4	98.45	7.7	97.3			B	B
Центртел-4	106.9	7.67	104.38			CCC+/ruBB+	B
Якутия-3	103.6	7.61	101.62			ruA	B
Татнефть-3	103.65	7.53	102.86			B2	B+
ВВД-1	100.48	7.53	99.73			B+/ruA+B1	B+
Якутия-5	98.59	7.51	97.32			ruA	B+
Мегарон-2	100.25	7.47	99.47			B+/ruA+B3	B+
Косинол край	101.45	7.46	99.95				B
Томск обл-2	101.59	7.38	99.51			ruA	B+
Волга Тел	106.35	7.32	102.9			B/ruA	B+
РусАлфин	101.88	7.28	100.43				NR
Интероо	106.56	7.27	104.19				A-
Вымпелком	102.15	6.96	100.85			BB-/Ba3	A-
Коми-5	110.54	6.9	106.97			-/Ba3	A-
Селгаз-2	100.38	6.89	99.05				B+
УрСИ-4	101.22	6.59	99.66			B/-	B+
РусАлфин-2	100.82	0.49	96.67	6.55	20.05.05		NR
ЛМБ-1	100.65	6.39	99.23				A-
АПРОСА-19	106.75	6.28	102.31			B/B1	A-
Газпром-3	101.86	5.98	100.88			BB-/	A
Москва-32	104.51	5.95	102.7			BB+/Baa3	A
Сашкотостан-4	98.5	5.91	97.51			B+/Ba1	A
Коми-6	110.15	5.91	106.34			-/Ba3	A
Балтика	99.78	5.89	98.41			BB/Ba2	A-
Газпром-2	106.78	5.88	102.48			BB-/	A
Б1Б-3	101.59	5.77	103.11			B+	A
Москва-27	114.3	5.7	110.17			BB+/Baa3	A
РАО ЕЭС-2	106.45	5.66	102.14			B+/ruA+	A-
Москва-28	103.14	5.61	103.78			B+/Baa3	A-
Москва-37	105.37	5.6	103.38			BB+/Baa3	A-
ТНК-5	113.93	5.59	109.75			BB-/Ba2	A
Москва-34	102.56	5.49	100.45			BB+/Baa3	A
Севедреталь	101.5			5.21	28.08.05		A-
Москва-24	105.49	5.33	100.93	5.48	10.07.05		A-
Хаб край-4	102.32			5.05	02.09.05		A-
Мск обл-2	104			5.28	27.05.05		A-
Москва-31	106.53	4.97	104.26	5.07	10.06.05	BB-/ruAA-/Ba3	A-
Газпром-5	100.59	4.85	99.32			BB+/Baa3	A-
Мск обл-3	107.13	4.76	104.34			BB-/ruAA-/Ba3	A-
Москва-40	107.38	4.7	104.21			BB+/Baa3	A-
Москва-42	107.15	4.39	104.59			BB+/Baa3	A-
Лукойл	99.85	4.33	98.44			BB/Ba2	A
Юни-7	96.22	4.18	97.32			-/Ba3	A
Дижк	107.1	4.17	103.92				A
Москва-29	107.82	4.1	105.1			BB+/Baa3	A
Мск обл-4	108.45	4.06	105.2			BB-/ruAA-/Ba3	A
Москва-33	101.8			3.99	27.05.05	BB+/Baa3	A
Дижк-2	108.75	3.8	105.36				A
Дижк-3	103.7	3.02	100.64				A
Москва-38	110.76	2.93	103.72			BB+/Baa3	A
Москва-41	108	1.08	103.64			BB+/Baa3	A
Москва-39	106.05	0.11	101.18			BB+/Baa3	A
ИНТЕКО	101.8	-0.37	96.2				B-



Сводная таблица по трем сценариям

Выпуск	Текущая цена	Рейтинг		Фиксированная доходность		Доходность владения HPR, ожидаемая к 03.08.05		
		S&P/M	НИКойл	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	Сценарий 1 -1% годовых	Сценарий 2 +0% годовых	Сценарий 3 +1% годовых
Башкостан-4	98.5		BB-/Ba1			13.16	9.49	5.91
Белгов обл-3	108.75					9.95	9.29	8.62
Белгоск	101.79					13.23	13.27	11.91
Волг обл	102.5					17.61	13.05	8.64
Иркут обл-2	101.74		B			10.39	9.15	7.95
Коми-5	110.54		-/Ba3			14.37	10.98	6.9
Коми-6	110.15		-/Ba3			19.93	12.74	5.91
Коми-7	95.22		-/Ba3			23.72	13.61	4.18
Красноярск-4	104.17					12.31	10.17	8.08
Красноярск	101.46					13.62	10.43	7.46
Москва-33	101.8		BB+/Baa3	3.99	27.05.05			
Москва-34	102.96		BB+/Baa3	5.21	28.08.05	5.75	5.62	5.49
Москва-24	105.49		BB+/Baa3	5.05	02.09.05	5.64	5.48	5.33
Москва-28	108.14		BB+/Baa3			7.06	6.33	5.61
Москва-32	104.51		BB+/Baa3			8.89	7.41	5.95
Москва-37	105.37		BB+/Baa3			9.7	7.63	5.6
Москва-27	114.31		BB+/Baa3			10.38	8.02	5.7
Москва-31	106.53		BB+/Baa3			11.16	8.03	4.97
Москва-42	107.15		BB+/Baa3			11.28	7.79	4.39
Москва-40	107.99		BB+/Baa3			12.38	6.48	4.7
Москва-29	107.82		BB+/Baa3			13.62	8.78	4.1
Москва-41	108		BB+/Baa3			16.47	8.57	1.08
Москва-38	110.26		BB+/Baa3			18.96	10.52	2.53
Москва-39	106.05		BB+/Baa3			24.26	11.69	0.11
Моск обл-2	104		BB-/ruAA-/Ba3	5.07	10.06.05			
Моск обл-3	107.13		BB-/ruAA-/Ba3			11.5	8.08	4.76
Моск обл-4	101.59		BB-/ruAA-/Ba3			9.75	9.75	4.06
Новосиб обл-1	102.6					13.08	10.9	8.16
Новосибирск-2	102.68					13.98	11.71	9.48
Новосиб обл	103.45					13.34	11.63	9.94
Новосиб обл-2	103.65					15.77	12.11	8.66
Овер обл-2	111.62					12.35	10.22	8.12
Омск	101.25					14.15	12.11	10.12
Омск обл-1	102.15		ruA			12.83	11.06	9.92
Омск обл-2	101.69		ruA			14.51	10.9	7.38
Уфа-3	100.05		B			12.71	10.96	9.24
Уфа-4	98.45		B			16.98	12.26	7.7
Хаб край-4	102.22			5.28	27.05.05			
Хаб край-5	101.95					12.79	10.73	8.72
Якутия-3	103.6		ruA-			16.6	12.03	7.61
Якутия-4	104.96		ruA-			10.83	9.74	8.66
Якутия-5	98.59		ruA-			13.41	10.42	7.51
АвтоВАЗ-2	100.95			8.5	17.08.05			
Аижк	107.1					14.74	9.35	4.17
Аижк-2	108.75					17.06	10.55	3.8
Аижк-3	103.7					15.43	9.09	3.02
Ахрон	102.99					10.06	9.6	9.15
АЛРОСА-19	106.75		B/B1			7.11	6.7	6.28
Алтайэнерго	102.61		C+	12.02	05.08.05			
Амтел	100.69		B-			12.34	11.78	11.23
Амтелшипром	107.6		B-			11.08	10.38	9.68
Балтика	99.78		BB/Baa2			9.75	9.75	5.89
Балтикоп	103.4		C+	9.32	02.09.05			
Вашкибан	105.5		B			10.19	9.99	9.8
ВБЛ-1	100.48		B+/ruA+/B1			10.02	8.77	7.53
ВБЛ-2	103.85		C+	7.48	31.08.05			
ВолгаТел	106.35		B/ruA-			9.27	8.29	7.75
ВТБ-3	107.9		BB+			7.78	6.77	5.77
ВЭМБелком	102.15		BB-/Baa3			9.9	8.36	6.56
Газпром-2	106.78		B+			6.83	6.35	5.88
Газпром-3	101.86		BB-/A			11.35	8.63	5.98
Газпром-5	100.59		BB-/A			12.51	8.63	4.85
ГТТ-1311-2	100		B-			15.24	13.87	12.12
ГлМосСтрой	99.93			14	27.05.05			
ГОЭК	101.16		C-	10.41	07.06.05			
Дальсвязь	105.05					13.55	11.38	9.25
ДжэстЛит	101.3		C+			12.69	12.33	12.01
Евроз	103.35		B1			9.5	8.86	8.23
Евросеть	101.68			12.03	26.07.05			
Ижавто	96.35		C-			16.13	14.9	13.7
ИлимТалл	101.24		B			15.9	16.7	16.49
Инком-Авто	100.3		C	15.14	24.06.05			
ИНТЕКО	101.8		B-			15.1	13.59	12.1
Интерпол	106.56		A-			10.7	0.44	-0.37
ИРКУГ-2	105.3		B			9.02	9.02	9.27
Истлайн	100.9		B-/ruBBB-	NR	10.86	23.06.05		
ИскА3	107					9.16	8.7	8.24
Квосток	100.3		B			14.38	9.97	9.47
Ленэнерго	99		B-			14.72	11.78	9.23
ЛЮМБ-2	100.4		D+	14.23	12.07.05			
Лухсил	99.55		BB/Baa2			12.44	8.32	4.33
МастерБанк	100.3		A	12.78	07.06.05			
МГТС-4	101.75		B-/ruBBB+			10.52	9.19	7.88
Мегабон-2	100.25		B+/ruA+/B3			10.32	10.36	7.47
Менел-1 П	102.3		B-			12.09	10.53	8.99
МИГ	99.15					17.48	16.84	16.2
ММБ-1	100.05					11.72	9.02	6.38
Ниван	102.12		C	10.28	08.06.05			
НИКОСХИМ	100.14		CCC+/ruBB+			21.24	19.73	18.24
НКНХ-3	100.4		B	8.62	01.09.05			
НовЧесем	100.85		C+	14.05	11.05.05			
Норгаз	103.07		C+			12.24	11.76	11.28
ОМЗ-4	102.45		CCC+/ruBB			9.19	9.58	9.43
ОС	102.7		C+	13.09	08.07.05			
Петроком	103.4		B/ruAA1			10.34	9.27	8.21
ПИК-4	99.76		C	9.48	29.06.05			
ПИ-1	101.04					11.79	9.91	8.05
Резултат	99.45		C-			16.92	15.48	14.08
РАО Е-3С-2	103.45		B+/ruA+			6.47	6.03	5.58
РХБбанк	100.68					9.47	8.83	8.19
РусАвтоФин	101		C			15.25	13.86	12.5
РусАлФин	101.58					7.7	7.49	7.28
РусАлФин-2	100.82		NR			6.55	4.48	0.49
РусСтанд-3	102.31		B/ruBBB+	6.55	20.05.05			
РусТекстиль	104.31		C+	7.75	01.09.05			
Салават-2	100.98		B+			17.13	15.4	13.7
Сальмон-2	100.4					14.48	10.6	6.83
СвердлЭн	100.29		C			12.63	12.31	12
СвердлСталь	101.6		B+/B1	5.48	10.07.05			
СЭИК	100		C	13.88	14.07.05			
С-3Тел-2	103.32		B-/ruBBB			8.83	8.51	8.19
СибирьТел-3	107.1		B			11.81	10.12	8.46
СибирьТел-4	106		B			14.33	11.14	7.93
СМАРТС-2	101.28		B-	10.18	26.06.05			
СМАРТС-3	103.19		B-			10.1	9.79	9.48
ССАвто	100.38		B			13.81	11.2	8.64
Таттелеком-3	104.85		B/B2			10.83	9.17	7.55
Таттелеком	101.18			7.88	15.05.05			
ТВЗ	104.45		B-			14.04	12.05	10.11
ТНК-5	113.93		BB-/Baa2			10.15	7.84	5.59
ТНП	100.23		B+			9.69	11.11	9.3
УВЗ	102		B-			10.63	10.31	9.99
УРСИ-5	107.15		B+			11.68	9.36	8.28
УРСИ-4	101.22		B			10.29	10.29	6.89
Централ-3	104.32		CCC+/ruBB+			11.98	10.05	8.15
Централ-4	106.9		CCC+/ruBB+			18.92	13.18	7.67
Централ-5	105.3		B			14.73	12.99	11.26
ЭФКО	102.65		C-			10.49	10.29	10.08
ЮТК	103.19		ruBBB/B3			14.94	13.06	11.23
ЮТК-3	99.99		ruBBB/B3			14.28	13.05	11.84
ЮТЭго	99.95					13.44	14	12.68
Юкутэнерго	101.3					15.6	13.86	12.15



## **Методика анализа**

### ***Доходность владения облигацией и ее доходность к оферте/погашению***

Анализ эффективности вложений в долговые инструменты подразумевает, что реализованная доходность владения облигацией будет равняться ее доходности к оферте/погашению лишь в том случае, если бумага удерживается до момента исполнения оферты или погашения.

Если же инвестор планирует продать облигацию раньше наступления оферты/погашения, доходность владения этой облигацией с момента покупки до продажи будет определяться ценой продажи, которая, в свою очередь, зависит от двух факторов – уровня процентных ставок и динамики кредитного качества эмитента.

При горизонте инвестирования, равном шести месяцам, доходности должны рассчитываться по простой (вексельной) формуле, которая также называется HPR (Holding Period Return). В этом случае все платежи, полученные в период владения доходным инструментом, считаются полученными в конце периода и добавляются к цене продажи или номиналу, если конец периода совпадает с погашением/офертой. Таким образом, под доходностью HPR понимается простая (вексельная) доходность, которую получит владелец облигации при покупке ее по текущей цене и удержании в течение шести месяцев при условии справедливости сценария изменения доходности на данный период. В нашем расчете учитывается (там, где это необходимо) возможность переориентации инвесторов с доходности к оферте на погашение бумаги при снижении ставок и, наоборот, с погашения на оферту при падении рынка.

### ***Сценарии изменения процентных ставок***

Поскольку цена продажи облигации существенно зависит от уровня процентных ставок в момент продажи, для оценки реализованной доходности владения облигацией необходимо сделать предположение относительно того, как изменится база процентных ставок на рынке с момента покупки до продажи.

Чтобы облегчить инвесторам процесс анализа сценариев, НИКойл еженедельно рассчитывает и публикует доходности владения основными облигациями для трех сценариев изменения ставок: позитивного, нейтрального и негативного. Шаг уровня ставок может варьироваться от публикации к публикации, сегодня это -1% годовых (позитивный сценарий), 0% годовых (негативный сценарий) и +1% годовых (негативный сценарий).

В каждом выпуске «Монитора вторичного рынка» на стр. 1 мы указываем, какой сценарий изменения процентных ставок на рынке кажется нам наиболее вероятным.

Таким образом, в самом общем случае для каждой облигации из рассматриваемых в выпуске могут быть рассчитаны: фиксированная доходность, т.е. доходность к ближайшей оферте/погашению, а также три оценки простой доходности к продаже облигации через полгода для трех указанных выше сценариев изменения базы процентных ставок. В качестве цены покупки бумаги берется ее средневзвешенная цена на ММВБ за день, предшествующий публикации. Если сделок в этот день заключено не было, облигация из расчета исключается.

Расчеты описанных доходностей представлены в трех таблицах (стр. 4, 5 и 6), каждая из которых соответствует одному из сценариев изменения процентных ставок.

### ***Как пользоваться таблицами сценариев***

Расположенные ниже таблицы призваны помочь инвесторам выбрать, в какие из основных муниципальных и корпоративных выпусков следует вкладывать средства в данный момент с горизонтом полгода, учитывая различные классы риска тех или иных эмитентов.

Как пользоваться таблицами.

1. Определите для себя, какой из рассмотренных далее сценариев изменения базы процентных ставок в ближайшие шесть месяцев кажется более вероятным: -1% годовых (негативный сценарий, падение цен), неизменные ставки или +1% годовых (позитивный сценарий, рост цен).

2. В таблице интересующего сценария обратите внимание на следующие поля: «Ожидается при продаже» – цена и соответствующая простая (вексельная, HPR) доходность владения облигацией на момент продажи, при условии что за рассматриваемые шесть месяцев база процентных ставок изменится соответственно сценарию. «Фиксированная доходность» – известная на данный момент доходность к погашению/оферте. «Рейтинг» – рейтинги основных рейтинговых агентств, а также рейтинг надежности НИКойла для оценки кредитного риска эмитента.

Важно помнить, что фиксированная доходность *гарантирована* держателю при условии исполнения эмитентом его обязательств. Ожидаемая же доходность владения является *оценкой* для соответствующего сценария развития событий.

Сценарные таблицы отсортированы по убыванию доходности. В конце документа представлена четвертая сводная таблица, где облигации перечислены в алфавитном порядке и где показаны ожидаемые доходности владения для всех трех сценариев.

**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, apugach@nikoil.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she\_sa@nikoil.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@nikoil.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar\_am@nikoil.ru

Андрей Дабига, трейдер по еврооблигациям, dab\_ay@nikoil.ru

Илья Вульфсон, трейдер по рублевым облигациям,  
vul\_ia@nikoil.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor\_av@nikoil.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@nikoil.ru

Дмитрий Дудкин, аналитик, dud\_di@nikoil.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal\_av@nikoil.ru

**Управление рынков долгового капитала****Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@nikoil.ru

Илья Зимин, директор, zimin@nikoil.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim\_gg@nikoil.ru

Дарья Соношкина, ст. специалист, son\_da@nikoil.ru

**Аналитическое управление****Руководитель управления**

Петру Вадува, vad\_pe@nikoil.ru

**Заместитель руководителя управления**

Константин Чернышев, che\_kb@nikoil.ru

**Стратегия**

Петру Вадува, руководитель управления, vad\_pe@nikoil.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@nikoil.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@nikoil.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@nikoil.ru

**Металлургия/Машиностроение**

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo\_vb@nikoil.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@nikoil.ru

**Телекоммуникации**

Константин Чернышев, ст. аналитик, che\_kb@nikoil.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@nikoil.ru

**Нефть и газ / Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_sa@nikoil.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kor\_an@nikoil.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk\_mr@nikoil.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai\_ma@nikoil.ru

Анна Юдина, аналитик, udi\_an@nikoil.ru

**Банки**

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@nikoil.ru

**Потребительский сектор**

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr\_my@nikoil.ru

**Экономика России**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@nikoil.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),  
bra\_ms@nikoil.ruКристофер Роуз, редактор (англ. яз.),  
ros\_ch@nikoil.ruЮлия Прокопенко, ст. редактор,  
pro\_ja@nikoil.ruАндрей Пятигорский, ст. редактор,  
pya\_ae@nikoil.ruЮлия Крючкова, переводчик/редактор,  
kru\_jo@nikoil.ru**Интернет / Базы данных**

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@nikoil.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra\_kv@nikoil.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005