



## МОНИТОР ВТОРИЧНОГО РЫНКА

### Комментарий

Как показывают графики индексов НИКойла, на прошедшей неделе рынок рублевых облигаций находился в режиме бокового движения, в рамках которого вчера он сделал заметный шаг вниз. Игра на понижение была связана со снижением курса рубля на валютном рынке, а также с небольшим подорожанием рублевых ресурсов. При этом, ценовая волатильность наиболее качественных облигаций остается относительно низкой, а bid-ask спреды в муниципальном и корпоративном секторах - шире, чем в конце 2004 года, что естественным образом свидетельствует о еще не восстановившейся после праздников ликвидности торговли.

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

За прошедшее время ситуация на американском рынке изменилась очень мало. 10-летние Treasuries оставались в установившемся диапазоне доходности 4-4,4%, не имея сил двинуться в ту или иную сторону. Экономические данные, выходявшие в последнее время в США, были разнонаправленными и давали трейдерам мало оснований двигать рынок.

Что касается учетной ставки, то в новом году уже несколько функционеров ФРС высказались в том ключе, что текущий ее уровень является неоправданно низким, и ФРС продолжит свою политику увеличения стоимости заимствования, причем при некоторых неназванных условиях прежний, «умеренный» темп подъема ставки может быть ускорен.

Уверенность этих комментариев передалась рынку, в результате чего из 64 экономистов, опрошенных Bloomberg, буквально единицы высказались в пользу того, что ставка на очередном заседании FOMC 2 февраля будет оставлена без изменения на уровне 2,25%. Среднее значение прогнозов находится сейчас на уровне 2,48%, и по мере приближения заседания оно будет приближаться к 2,5%.

В результате, наша уверенность в том, что на сегодняшних уровнях Treasuries выглядят переоцененными, только укрепляется. В среднесрочной перспективе доходность T'15 должна преодолеть барьер 4,4% и подняться хотя бы до летних топов 4,85-4,87%.

#### Уровень свободной ликвидности (позитивный фактор)

Остатки на корсчетах, отражающие объем свободной рублевой ликвидности, находящейся в распоряжении банков, показали в начале года невероятный топ, совсем немного не дотянув до 700 млрд руб. Затем они, как это обычно и бывает каждый год, стали быстро снижаться, кратковременно оказавшись вчера под уровнем 300 млрд руб. При этом 1-дневная ставка МИБОР практически все время оставалась на своем минимальном уровне 1,25%, лишь в последние дни немного приподнявшись до также очень скромных 1,4%.

Поскольку уровень цен на нефть не внушает сейчас никаких опасений, оставаясь над уровнем 40 долларов за баррель URALS, накачка финансового рынка рублями должна продолжиться. В настоящий момент отток ликвидности с рынка происходит в том числе и из-за падения курса рубля, однако эта коррекция не будет долгой.

#### Неподвижность кривой ОФЗ (умеренно негативный фактор)

Как мы уже неоднократно отмечали, кривая доходности ОФЗ остается практически неподвижной, независимо от того, что происходит с остальными секторами рынка. Длинный конец кривой ОФЗ (ОФЗ 46014) уже много месяцев колеблется в диапазоне 7,7-8% годовых, очень слабо реагируя на любые внешние факторы. Скорее всего, в первой половине 2005 года эта ситуация не изменится, а это означает, что и впредь рост качественных бондов будет ограничен неподвижными ОФЗ.

Такое положение вещей можно считать результатом заговора крупных держателей пакетов ОФЗ, не желающих видеть сокращение доходности их портфелей, однако, если посмотреть на происходящее чуть шире, становится ясно, что рост облигаций на рынке ограничивает просто тот факт, что доходности наиболее надежных рублевых облигаций находятся заметно ниже уровня инфляции.

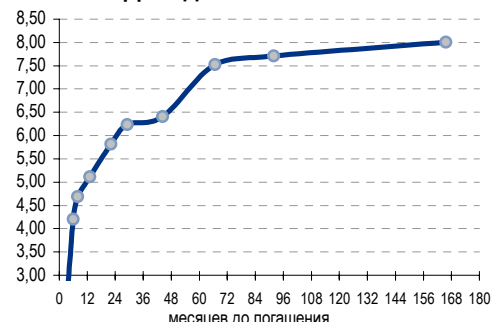
#### Новостной корпоративный фон (слабо негативный фактор)

На прошедшей неделе стало ясно, что реальные налоговые претензии к Вымпелкому оказались на порядок меньше, чем 4,4 млрд руб., заявленные ранее налоговой службой. Вопрос не является полностью урегулированным, но его острота стала заметно меньшей. Помимо этого, несколько дней назад поступило сообщение о том, что и налоговые претензии к компании С-3 GSM, «дочке» Мегафона, будут сильно снижены. С другой стороны, неожиданная новость о претензиях турецкого государственного фонда к казахской дочерней компании Вымпелкома Кар-Тел на сумму 5,5 млрд долл. вновь существенно всполошила рынок. В результате, можно констатировать, что психологический рыночный фон немного улучшился по сравнению с концом 2004 года, однако пока не стал безоблачным.

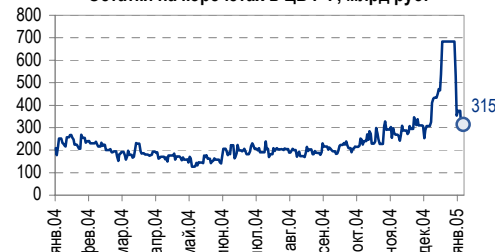
#### Вывод

Предполагаемый рост доходности Treasuries уравнивается в среднесрочной перспективе высоким уровнем ликвидности, поэтому наш взгляд на перспективы рынка остается нейтральным: наиболее разумным взглядом для инвесторов, вкладывающих сейчас деньги на срок 6 месяцев, будет сценарий неизменности уровня ставок. См. сценарий 2, стр. 4.

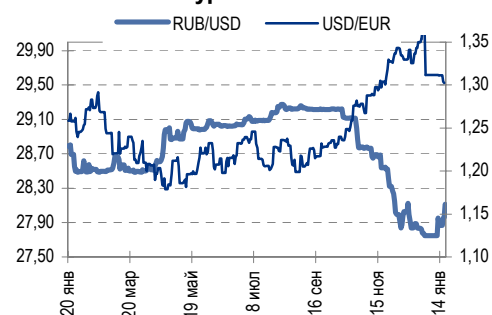
Доходность ГКО-ОФЗ



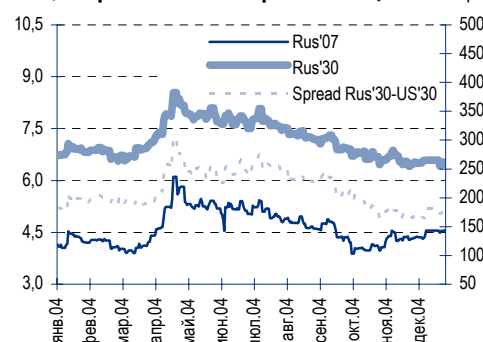
Остатки на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.



Курсы валют

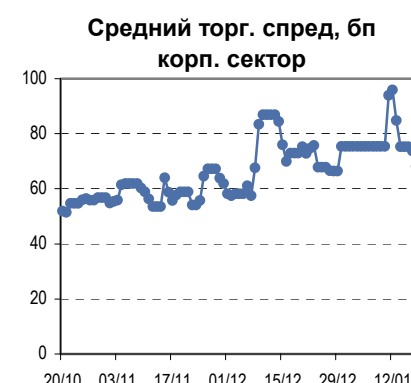
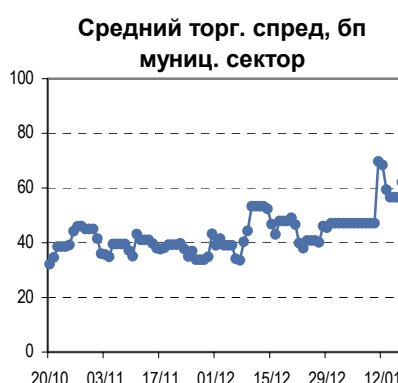
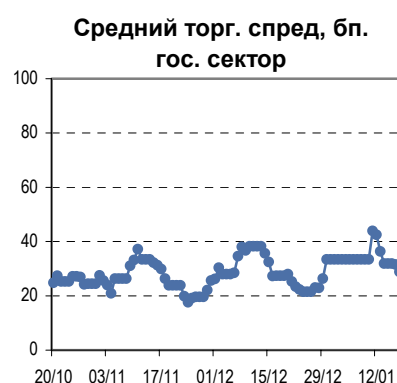
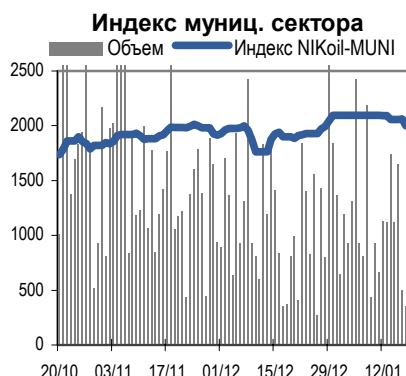


Доходность суверенных российских еврооблигаций

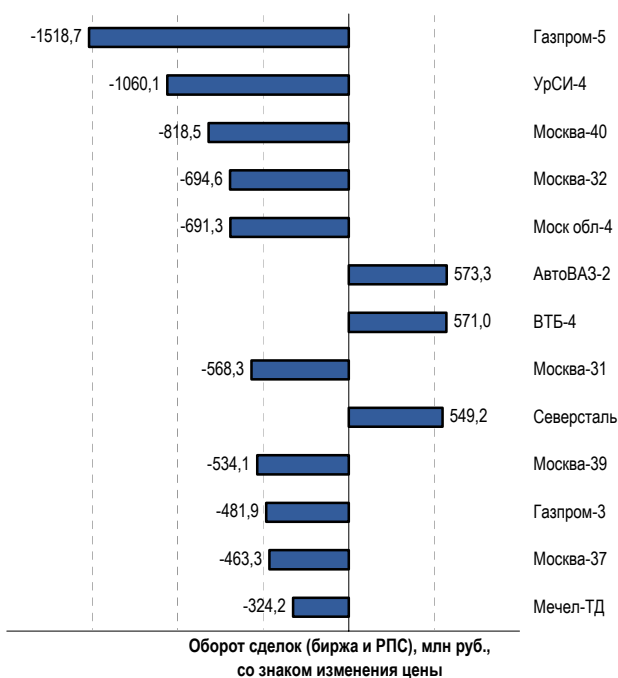




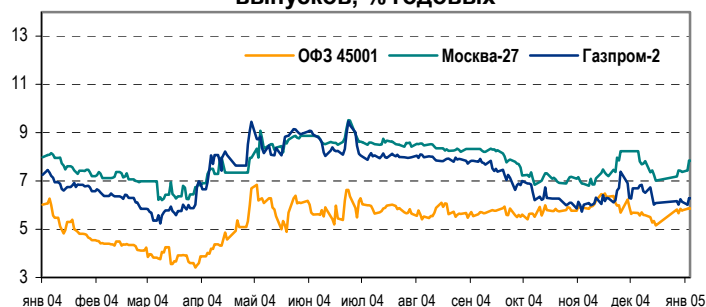
## Индикаторы текущего состояния рынка



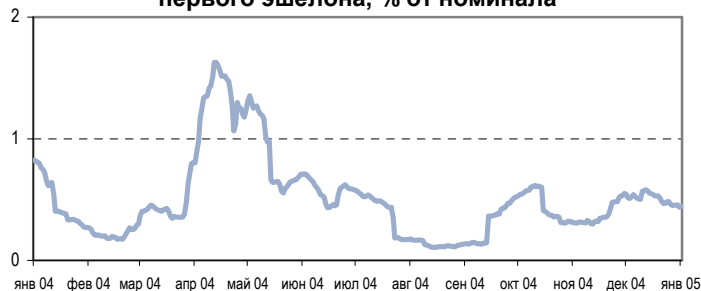
### Лидеры торговых оборотов за неделю



### 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 17.07.05 |        | Фиксированная доходность      |                       | Рейтинг       |        |
|----------------|--------------|----------------------|--------|-------------------------------|-----------------------|---------------|--------|
|                |              | Доходность HPR       | Цена   | Доходность к оферте/погашению | Дата оферты/погашения | S&P/M         | НИКОЙЛ |
| Ком-7          | 93.38        | 24.14                | 98.78  |                               |                       | -/Ba3         |        |
| НИКОСХИМ       | 99.86        | 21.38                | 103.14 |                               |                       | CCC+/ruBB+    | C      |
| МИ             | 97.57        | 20.07                | 99.51  |                               |                       |               |        |
| Ком-6          | 109          | 19.74                | 112.83 |                               |                       | -/Ba3         |        |
| Москва-38      | 107.9        | 19.67                | 113.5  |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| Центротел-4    | 105.01       | 19.64                | 108.94 |                               |                       | CCC+/ruBB+    | B      |
| Волгоград-11   | 88           | 18                   | 99.72  |                               |                       |               |        |
| Урал-Сибирь    | 103.7        | 17.71                | 104.05 |                               |                       | C-            |        |
| ИжАвто         | 96.99        | 17.58                | 99.61  |                               |                       | C-            |        |
| Волг обл       | 102          | 17.57                | 104.13 |                               |                       |               |        |
| Волга          | 95.95        | 17.49                | 99.67  |                               |                       |               | B      |
| Новосиб обл-2  | 101.42       | 17.44                | 103.73 |                               |                       |               |        |
| Разгуляй       | 98.3         | 17.44                | 99.27  |                               |                       | C-            |        |
| ОГ-3           | 99           |                      |        | 17.42                         | 22.04.05              | C+            |        |
| Скития-3       | 102.2        | 17.33                | 105.1  |                               |                       | ruA-          |        |
| Врянск         | 100.25       | 16.94                | 102.03 |                               |                       |               |        |
| Уфа-4          | 97.28        | 16.86                | 100.51 |                               |                       | B             |        |
| Евровель       | 100.9        | 16.74                | 101.74 | 13.94                         | 26.07.05              |               |        |
| РусАвтоФин     | 100.1        | 16.47                | 101.19 |                               |                       |               | C      |
| Москва-29      | 104.96       | 15.73                | 108.26 |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| Ком-5          | 109.5        | 15.63                | 110.62 |                               |                       | -/Ba3         |        |
| Томск обл-2    | 100          | 15.47                | 101.98 |                               |                       | ruA           |        |
| Ленэнерго      | 97.5         | 15.44                | 100.08 |                               |                       |               | B-     |
| Юросл обл-2    | 104.4        | 15.43                | 105.61 |                               |                       |               |        |
| Балтика        | 99           | 15.38                | 102.23 |                               |                       | BB-/Ba2       | A-     |
| Юлмиллалп      | 101.51       | 15.28                | 102.01 |                               |                       |               | B      |
| Вимпелком      | 98.35        | 15.24                | 100.99 |                               |                       | BB-/Ba3       | A-     |
| Томск          | 100          | 15.21                | 101.24 |                               |                       |               |        |
| ГЛКССтрой      | 99.55        |                      |        | 15.17                         | 27.05.05              |               |        |
| ГЛСЭЛ-2        | 100.05       | 15.13                | 101.42 |                               |                       |               | B-     |
| ТВЗ            | 103.09       | 15.1                 | 103.87 |                               |                       |               | B-     |
| Центелегаф     | 104.95       | 15.09                | 105.05 |                               |                       |               | C      |
| Урал-4         | 99.34        | 14.96                | 102.43 |                               |                       | B/-           | B+     |
| КОТК-3         | 99.6         | 14.91                | 101.12 |                               |                       | ruBBB-/B3     | B-     |
| Новосиб обл    | 101.8        | 14.82                | 102.78 |                               |                       |               |        |
| Газпром-5      | 97.92        | 14.81                | 101.48 |                               |                       | BB-/          | A      |
| ХМАО-2         | 109          | 14.59                | 111.05 |                               |                       | BB-/ruAA      |        |
| ЮОМО-2         | 100.35       |                      |        | 14.53                         | 12.07.05              |               | D+     |
| СвердлЭн       | 99.95        | 14.43                | 99.88  |                               |                       |               | C      |
| Хансрод край   | 100.35       | 14.36                | 102.28 |                               |                       |               |        |
| КОЭио          | 100          | 14.26                | 100.76 |                               |                       |               |        |
| Дальсвязь      | 104.7        | 14.24                | 104.83 |                               |                       |               | B-     |
| Нордгаз        | 102.6        | 14.22                | 101.53 |                               |                       |               | C+     |
| Нижнегор обл-1 | 101.08       | 14.2                 | 102.51 |                               |                       | BB-/ruAA-/B2  |        |
| Моск обл-3     | 103.86       | 14.14                | 108    |                               |                       | BB-/ruAA-/Ba3 |        |
| Башкиростан-4  | 98.88        | 14.11                | 99.85  |                               |                       | BB-/Ba1       |        |
| Москва-40      | 104.81       | 14.1                 | 107.43 |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| ДжЭФСи         | 100.65       | 14.1                 | 100.78 |                               |                       |               | C+     |
| Тверь обл-2    | 110.03       | 13.99                | 109.46 |                               |                       |               |        |
| Хаб край-5     | 100.64       | 13.98                | 101.71 |                               |                       |               |        |
| Мегасон-2      | 98.62        | 13.97                | 101.02 |                               |                       | BB+/ruA+/B3   | B+     |
| Мечел-1Д       | 100.78       | 13.92                | 101.98 |                               |                       |               | B-     |
| РусСтанд-2     | 103.55       | 13.81                | 103.77 | 5.04                          | 15.08.05              | B-/ruBBB+     |        |
| Мастербанк     | 100          |                      |        | 13.77                         | 07.08.05              |               |        |
| СМАРТС-3       | 101.2        | 13.76                | 100.92 |                               |                       |               | B-     |
| Москва-31      | 103.9        | 13.62                | 106.06 |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| Консталу       | 97.2         | 13.43                | 98.82  | 12.92                         | 11.08.05              |               | B-     |
| СБЛК           | 101.25       |                      |        | 13.43                         | 14.07.05              |               | C      |
| Сибирьстел-3   | 105.98       | 13.33                | 105.81 |                               |                       |               | B      |
| УБЗ            | 100.67       | 13.06                | 100.87 |                               |                       |               | B+     |
| Урал-8         | 105.49       | 13.03                | 105.7  |                               |                       | B/-           | B+     |
| Газпром-3      | 99.85        | 12.87                | 102.43 |                               |                       | BB-/          | A      |
| ВБЛ-1          | 96.95        | 12.86                | 99.05  |                               |                       | BB+/ruA+/B1   | B+     |
| Полиметалл     | 106.06       | 12.78                | 104.4  |                               |                       |               | C-     |
| Газнефть-3     | 105.06       | 12.59                | 103.5  |                               |                       | B/B2          | A-     |
| Интербю        | 105.1        | 12.47                | 105.49 |                               |                       |               | A-     |
| Петроком       | 105          | 12.39                | 104.31 |                               |                       | B-/ruA/A1     |        |
| Амтел          | 101          | 12.33                | 101.11 |                               |                       |               | B-     |
| КамаЗ          | 100.9        | 12.31                | 101.1  |                               |                       |               | C      |
| Амтершиппро    | 107.07       | 12.28                | 104.27 |                               |                       |               | B-     |
| Алтайэнерго    | 102.95       | 12.2                 | 100.49 | 11.8                          | 05.08.05              |               | C+     |
| СМАРТС-2       | 100.6        |                      |        | 12.18                         | 28.08.05              |               | B-     |
| Акрон          | 101.73       | 12.08                | 101.33 |                               |                       |               | B      |
| Балтмор        | 102.6        | 12.08                | 100.95 |                               |                       |               | C+     |
| Самара обл-1   | 103.74       | 12.03                | 103    |                               |                       | BB-/Ba2       |        |
| Якутия-4       | 104.2        | 12.02                | 103.56 |                               |                       | ruA-          |        |
| Иркут обл-2    | 100.54       | 11.94                | 100.98 |                               |                       | B             |        |
| Теньковф       | 102.18       |                      |        | 11.82                         | 29.04.05              |               | C-     |
| Центротел-3    | 103.35       | 11.61                | 103.42 |                               |                       | CCC+/ruBB+    | B      |
| Башкирэн-2     | 99.7         | 11.48                | 100.31 |                               |                       |               | B      |
| ТНК-5          | 112.8        | 11.46                | 111.89 |                               |                       | BB-/Ba2       | A      |
| Москва-37      | 103.9        | 11.4                 | 104.85 |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| Иван           | 101.99       |                      |        | 11.4                          | 08.08.05              |               | C      |
| ЭФКО           | 102.55       | 11.26                | 100.91 |                               |                       |               | C-     |
| МГ-С-4         | 101.4        | 11.15                | 102.17 |                               |                       | B-/ruBBB+     | B+     |
| ВолгаТел       | 105.13       | 11.14                | 103.64 |                               |                       | B-/ruA-       | B+     |
| Белгор обл-3   | 108.14       | 10.95                | 104.69 |                               |                       |               |        |
| ХКБ            | 101.05       | 10.77                | 101.02 |                               |                       | B-            |        |
| ОМЗ-4          | 102.2        | 10.75                | 100.87 |                               |                       | CCC+/ruBB     | B-     |
| ИРКУТ-2        | 104.82       | 10.58                | 102.57 |                               |                       |               |        |
| РусСтанд-3     | 101.4        | 10.53                | 100.57 |                               |                       | B-/ruBBB+     |        |
| АвтоВАЗ-2      | 100.31       | 10.42                | 100.35 |                               |                       |               | B      |
| ТНК-3          | 99.95        | 10.32                | 100.41 |                               |                       |               | B      |
| ПИК-4          | 99.6         |                      |        | 10.26                         | 29.06.05              |               | C      |
| Башкирэн       | 106.1        | 10.25                | 101.96 |                               |                       |               | B      |
| С-3Тел-2       | 102.87       | 10.16                | 101.54 |                               |                       | B-/ruBBB      | C+     |
| ОСЛ            | 101.53       | 10.02                | 99.99  | 10.07                         | 19.07.05              |               |        |
| Чувашия-1      | 101.24       | 10.02                | 100.43 | 9.48                          | 12.08.05              |               |        |
| Москва-35      | 103.68       | 10.01                | 103.9  |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| Москва-32      | 103.3        | 9.98                 | 103.53 |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| РусСтандФин-1  | 105.2        | 9.81                 | 100.73 | 9.36                          | 04.08.05              | B-/ruBBB+     |        |
| РусАлфин       | 100.71       | 9.51                 | 100.66 |                               |                       |               | NR     |
| Лателеком      | 100.9        |                      |        | 9.41                          | 15.05.05              |               |        |
| ТМК            | 101.15       |                      |        | 9.02                          | 20.04.05              |               | B-     |
| ВМЗ-1          | 103.8        | 8.88                 | 101.2  |                               |                       | C+            |        |
| ДИТ-1          | 100.96       | 8.23                 | 98.36  |                               |                       |               | C      |
| РусАлфин-2     | 100.41       | 8.2                  | 99.74  | 8.21                          | 20.05.05              |               | NR     |
| Урал-2         | 105.01       | 8.2                  | 100.76 | 7.71                          | 06.08.05              | B/-           | B+     |
| Москва-28      | 108.02       | 7.78                 | 104.81 |                               |                       | BB+/Baa3      |        |
| АЛРОСА-19      | 108.95       | 7.69                 | 103.2  |                               |                       | B/B1          |        |
| Газпром-2      | 108.84       | 7.52                 | 103.41 |                               |                       | BB+/          | A-     |
| Хаб край-4     | 101.9        |                      |        | 7.43                          | 27.05.05              |               | A      |
| Центротел-2    | 102.2        |                      |        | 6.94                          | 21.04.05              | CCC+/ruBB+    | B      |
| ПИК-2          | 103          |                      |        | 6.93                          | 24.05.05              |               |        |
| Моск обл-2     | 104          |                      |        | 6.41                          | 10.08.05              | BB-/ruAA-/Ba3 |        |
| Северсталь     | 101.52       | 5.55                 | 97.32  | 5.85                          | 10.07.05              | B+/B1         | A-     |
| Казань         | 101.75       | 3.86                 | 96.36  |                               |                       |               | B      |
| ИНТЕКО         | 101.75       | 0.73                 | 96.8   |                               |                       |               | B-     |
| Мечел          | 100.07       |                      |        |                               |                       |               | B      |
| Росинтез-2     | 99.9         | -4.13                | 91.94  |                               |                       |               | C      |



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

| Выпуск          | Текущая цена | Ожидается к 17.07.05 |        | Фиксированная доходность       |                       | Рейтинг       |        |
|-----------------|--------------|----------------------|--------|--------------------------------|-----------------------|---------------|--------|
|                 |              | Доходность HPR       | Цена   | Доходность к ofercie/погашению | Дата oferty/погашения | S&P/M         | НИКОйл |
| НИКОСИМ         | 99.89        | 19.79                | 102.34 |                                |                       | CCC+/ruBB+    | C      |
| ММ              | 97.57        | 19.34                | 99.16  |                                |                       |               |        |
| ОГ-3            | 99           |                      |        | 17.42                          | 22.04.05              |               | C+     |
| УжАвто          | 96.99        | 17.29                | 99.46  |                                |                       |               | C-     |
| Долгоср-11      | 99           | 16.6                 | 99.02  |                                |                       |               |        |
| Разгуляя        | 98.3         | 15.94                | 98.53  |                                |                       |               | C-     |
| РусТекстиль     | 103.7        | 15.91                | 103.07 |                                |                       |               | C-     |
| Еврогаз         | 100.9        | 15.44                | 100.82 | 13.94                          | 26.07.05              |               | C-     |
| ПлюсСтрой       | 99.45        |                      |        | 15.17                          | 27.05.05              |               |        |
| РусАвтоФин      | 100.1        | 15.01                | 100.45 |                                |                       |               | C      |
| Боянск          | 100.25       | 14.87                | 100.97 |                                |                       |               | B      |
| Болга           | 95.95        | 14.76                | 97.39  |                                |                       |               | D+     |
| ЛОМО-2          | 100.35       |                      |        | 14.53                          | 12.07.05              |               | B      |
| Свердлов        | 98.25        | 14.18                | 99.76  |                                |                       |               | C      |
| Илим (алп)      | 101.51       | 14.11                | 101.41 |                                |                       |               | B      |
| Коми-7          | 93.36        | 14.03                | 94.03  |                                |                       | -/Ba3         |        |
| Центроп-4       | 105.01       | 13.84                | 105.77 |                                |                       | CCC+/ruBB+    | B      |
| МастерБанк      | 100          |                      |        | 13.77                          | 07.06.05              |               |        |
| Новосиб. обл-2  | 101.47       | 13.71                | 101.83 |                                |                       |               |        |
| Вымпелком       | 98.35        | 13.71                | 100.23 |                                |                       | BB-/Ba3       | A-     |
| Дж-ФСи          | 100.65       | 13.7                 | 100.58 |                                |                       |               | C+     |
| Нордгаз         | 102.05       | 13.65                | 101.23 |                                |                       |               | C+     |
| К1Эвр           | 100          | 13.61                | 100.43 |                                |                       |               |        |
| КОТК-3          | 99.6         | 13.6                 | 100.45 |                                |                       | ruBBB/B3      | B-     |
| Г-1311-2        | 100.05       | 13.47                | 100.59 |                                |                       |               | B-     |
| СЭИЛ            | 100.25       |                      |        | 13.43                          | 14.07.05              |               | C      |
| СМАРТС-3        | 101.2        | 13.37                | 100.71 |                                |                       |               |        |
| Кристалл        | 97.9         | 13.31                | 98.75  | 12.92                          | 11.08.05              |               | B-     |
| Центелегаф      | 104.95       | 13.28                | 104.09 |                                |                       |               | C      |
| Томск           | 100          | 13.1                 | 101.18 |                                |                       |               |        |
| Новосиб. обл    | 101.8        | 13.08                | 101.89 |                                |                       |               |        |
| ТВ3             | 103.09       | 13.04                | 102.78 |                                |                       |               | B-     |
| Болт. обл       | 102          | 12.94                | 101.77 |                                |                       |               |        |
| Экспресс-3      | 102.2        | 12.7                 | 102.74 |                                |                       | ruA-          |        |
| УВЗ             | 100.67       | 12.66                | 100.6  |                                |                       |               | B-     |
| Коми-6          | 109          | 12.53                | 108.82 |                                |                       | -/Ba3         | B-     |
| Пензенского     | 97.5         | 12.44                | 98.98  |                                |                       |               | B-     |
| Мечел-ТЛ        | 100.78       | 12.28                | 101.15 |                                |                       |               | B-     |
| Яросл. обл-2    | 104.4        | 12.21                | 103.94 |                                |                       |               |        |
| РусСтанд-2      | 103.55       | 12.2                 | 102.94 | 5.04                           | 15.06.05              | B/ruBBB+      | B-     |
| СМАРТС-2        | 100.6        |                      |        | 12.19                          | 26.09.05              |               | C+     |
| Алтайского      | 102.95       | 12.11                | 100.44 | 11.8                           | 05.08.05              |               |        |
| Уфа-4           | 97.28        | 12.09                | 98.2   |                                |                       | B             |        |
| Нижнегор. обл-1 | 101.06       | 12                   | 101.38 |                                |                       | BB-/ruAA-/B2  | B-     |
| Дальсвязь       | 104.7        | 11.98                | 104.64 |                                |                       |               |        |
| Хаб-клай-5      | 100.64       | 11.84                | 100.65 |                                |                       |               | C+     |
| Балтимор        | 102.16       | 11.84                | 100.83 |                                |                       |               | C-     |
| Тинькофф        | 102.16       |                      |        | 11.82                          | 29.04.05              |               |        |
| Томск. обл-2    | 100          | 11.79                | 100.08 |                                |                       | ruA           |        |
| Теле. Обл-2     | 110.03       | 11.78                | 108.23 |                                |                       |               |        |
| Коми-5          | 109.5        | 11.75                | 105.51 |                                |                       | -/Ba3         |        |
| КамАЗ           | 100.9        | 11.71                | 100.8  |                                |                       |               | C      |
| Амтел           | 101          | 11.69                | 100.78 |                                |                       |               | B-     |
| Полиметалл      | 106.06       | 11.63                | 103.76 |                                |                       |               | C      |
| Ахон            | 101.74       | 11.56                | 101.05 |                                |                       |               | B      |
| Сибирьтел-3     | 105.98       | 11.56                | 104.88 |                                |                       |               | B      |
| ВБН-1           | 98.95        | 11.52                | 98.39  |                                |                       | B+/ruA+/B1    | B+     |
| Амтелшипинром   | 107.07       | 11.5                 | 103.85 |                                |                       |               | B      |
| Нидан           | 101.99       |                      |        | 11.4                           | 08.08.05              |               | C      |
| УоСИ-6          | 105.49       | 11.34                | 104.76 |                                |                       | B/-           | B+     |
| Башкир-2        | 99.7         | 11.28                | 101.21 |                                |                       |               | A-     |
| Балтика         | 99           | 11.27                | 100.26 |                                |                       | BB/Ba2        |        |
| Петроком        | 105          | 11.23                | 103.68 |                                |                       | B/ruA/A1      |        |
| Краснод. край   | 100.35       | 11.21                | 100.67 |                                |                       |               |        |
| Москва-38       | 107.9        | 11.18                | 101.95 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| УрСН-4          | 99.84        | 11.06                | 100.47 |                                |                       | B/-           | B+     |
| ЭФКО            | 102.55       | 10.97                | 100.76 |                                |                       |               | C-     |
| Мегатон-2       | 98.62        | 10.95                | 99.53  |                                |                       | B+/ruA+/B3    | B+     |
| Экспресс-4      | 104.2        | 10.84                | 102.93 |                                |                       | ruA           |        |
| Газпром-5       | 97.92        | 10.83                | 99.52  |                                |                       | BB-/-         | A-     |
| Татнефть-3      | 103          | 10.83                | 102.62 |                                |                       | B/B2          | A      |
| Москва-29       | 104.96       | 10.8                 | 101.68 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| Юмт. обл-2      | 100.54       | 10.64                | 100.33 |                                |                       | B             |        |
| Моск. обл-3     | 103.86       | 10.64                | 104.13 |                                |                       | BB-/ruAA-/Ba3 |        |
| Интербюро       | 105.1        | 10.61                | 104.48 |                                |                       |               |        |
| ОМЗ-4           | 102.2        | 10.51                | 100.74 |                                |                       | CCC+/ruBB     | B-     |
| Москва-31       | 103.9        | 10.4                 | 104.38 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| Башкортостан-4  | 98.88        | 10.36                | 98.01  |                                |                       | BB-/Ba1       |        |
| Самар. обл-1    | 103.74       | 10.31                | 103.11 |                                |                       |               |        |
| РусСтанд-3      | 101.4        | 10.29                | 100.45 |                                |                       | B/ruBBB+      |        |
| ХКФ             | 101.05       | 10.29                | 100.77 |                                |                       | B-            |        |
| АвтоВАЗ-2       | 100.31       | 10.26                | 100.27 |                                |                       |               | B      |
| ПСК-4           | 99.6         |                      |        | 10.26                          | 29.06.05              |               | C      |
| Москва-40       | 104.81       | 10.21                | 105.27 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| Белгор. обл-3   | 108.14       | 10.2                 | 104.29 |                                |                       |               |        |
| Газпром-3       | 99.85        | 10.16                | 101.05 |                                |                       | BB-/-         | A      |
| Болга (ал)      | 105.13       | 10.08                | 104.07 |                                |                       | B/ruA-        | B+     |
| НКНХ-3          | 99.95        | 10.08                | 100.3  |                                |                       |               | B      |
| ОС-1            | 101.53       | 10.01                | 99.98  | 10.07                          | 19.07.05              |               | C+     |
| ИРКУТ-2         | 104.82       | 10.03                | 102.28 |                                |                       |               | B      |
| Башкир-2        | 106.1        | 9.97                 | 101.8  |                                |                       |               |        |
| ХМАО-2          | 109          | 9.89                 | 108.49 |                                |                       | BB-/ruAA      |        |
| Ивашия-1        | 101.24       | 9.89                 | 100.37 | 9.48                           | 12.08.05              |               |        |
| С-3111-2        | 102.87       | 9.75                 | 101.33 |                                |                       | B-/ruBBB      | B      |
| МТ-С-4          | 101.4        | 9.73                 | 101.44 |                                |                       | B-/ruBBB+     | B+     |
| РусСтандфин-1   | 105.2        | 9.72                 | 100.68 | 9.36                           | 04.08.05              | B/ruBBB+      |        |
| Центроп-3       | 103.5        | 9.63                 | 102.36 |                                |                       | CCC+/ruBB+    | B      |
| Таттелеком      | 100.9        |                      |        | 9.41                           | 15.05.05              |               |        |
| Москва-37       | 103.9        | 9.25                 | 103.74 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| РусАлфин        | 100.71       | 9.21                 | 100.51 |                                |                       |               |        |
| ННХ-3           | 112.8        | 9.07                 | 110.54 |                                |                       | BB-/Ba2       | NR     |
| ТМК             | 101.15       |                      |        | 9.02                           | 20.04.05              |               | A-     |
| ВМЗ-1           | 103.8        | 8.65                 | 101.07 |                                |                       | C+            |        |
| Москва-32       | 103.3        | 8.42                 | 102.72 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| Москва-35       | 103.68       | 8.33                 | 103.03 |                                |                       | BB+/Baa3      |        |
| РусАлфин-2      | 100.41       | -1.42                | 95.21  | 8.21                           | 20.05.05              |               | NR     |
| УрСН-2          | 105.01       | 8.1                  | 100.71 | 7.71                           | 06.08.05              | B/-           | B+     |
| Хаб. край-4     | 101.9        |                      |        | 7.43                           | 27.05.05              |               |        |
| АПРОСА-19       | 106.95       | 7.09                 | 102.93 |                                |                       | B/B1          | A-     |
| Москва-28       | 108.02       | 6.98                 | 104.37 |                                |                       | BB+/Baa3      | A      |
| Газпром-2       | 108.84       | 6.96                 | 103.11 |                                |                       |               |        |
| Центроп-2       | 102.2        |                      |        | 6.94                           | 21.04.05              | CCC+/ruBB+    | B      |
| НКНХ-2          | 103          |                      |        | 6.93                           | 24.05.05              |               | B      |
| Моск. обл-2     | 101.95       |                      |        | 6.41                           | 10.06.05              | BB-/ruAA-/Ba3 |        |
| ПН-1            | 101.52       | 6.34                 | 97.37  |                                |                       |               | C      |
| Северсталь      | 101.52       |                      |        | 5.85                           | 10.07.05              | B+/B1         | A-     |
| Кривосток       | 100.12       | 3.07                 | 96.03  |                                |                       |               | B      |
| ИНТЕКО          | 101.16       | 2.92                 | 96.98  |                                |                       |               | B      |
| Мечел           | 100.07       | -0.15                | 96.34  |                                |                       |               | B      |
| Росинтео-2      | 99.9         | -8.08                | 89.98  |                                |                       |               | C      |



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

| Выпуск         | Текущая цена | Ожидается к 17.07.05 |        | Фиксированная доходность      |                       | Рейтинг        |        |
|----------------|--------------|----------------------|--------|-------------------------------|-----------------------|----------------|--------|
|                |              | Доходность HPR       | Цена   | Доходность к оферте/погашению | Дата оферты/погашения | S&P/M          | НИКОйл |
| НИКОСХИМ       | 97.57        | 18.63                | 98.81  |                               |                       |                |        |
| ОГ О-3         | 99.86        | 18.23                | 101.56 |                               |                       | CCC+/ruBB+     | C      |
| ИжАвто         | 99           |                      |        | 17.42                         | 22.04.05              |                | C+     |
| Болотград-11   | 99.99        | 17                   | 99.32  |                               |                       |                | C+     |
| ГЛМострой      | 99           | 15.21                | 98.33  |                               |                       |                |        |
| ЛОМО-2         | 99.55        |                      |        | 15.17                         | 27.05.05              |                | D+     |
| Разгулий       | 100.35       |                      |        | 14.53                         | 12.07.05              |                | C+     |
| Гворось        | 98.3         | 14.47                | 97.81  |                               |                       |                |        |
| РусТекстиль    | 100.9        | 14.17                | 100.16 | 13.94                         | 26.07.05              |                |        |
| Северолэн      | 103.7        | 14.13                | 102.11 |                               |                       |                | C-     |
| Мастеробан     | 98.75        | 13.94                | 99.63  |                               |                       |                | C      |
| РусАвтофин     | 100          |                      |        | 13.77                         | 07.06.05              |                |        |
| СЭПК           | 100.1        | 13.57                | 99.72  |                               |                       |                | C      |
| ПДЭСИ          | 100.25       |                      |        | 13.43                         | 14.07.05              |                | C+     |
| Кристалл       | 100.65       | 13.3                 | 100.38 |                               |                       |                | C+     |
| Нортгаз        | 97.9         | 13.18                | 98.69  | 12.92                         | 11.08.05              |                | B-     |
| ИлимПалл       | 102.05       | 13.09                | 100.94 |                               |                       |                | C+     |
| ХТХ            | 101.51       | 12.98                | 100.82 |                               |                       |                | B      |
| СМАРС-3        | 101          | 12.89                | 100.11 |                               |                       |                |        |
| Боянск         | 101.2        | 12.97                | 100.51 |                               |                       |                | B-     |
| ЮКОЗ           | 100.25       | 12.84                | 99.93  |                               |                       |                |        |
| УВЗ            | 99.9         | 12.81                | 99.78  |                               |                       | ruBBB/B3       | B-     |
| Вымпелком      | 100.67       | 12.26                | 100.4  |                               |                       |                | B-     |
| СМАРС-2        | 98.35        | 12.2                 | 99.49  |                               |                       | BB-/Ba3        | A-     |
| Болга          | 100.8        |                      |        | 12.19                         | 26.06.05              |                | B      |
| Алтайэнерго    | 95.55        | 12.14                | 96.02  |                               |                       |                |        |
| ГТ-131-2       | 102.95       | 12.02                | 100.39 | 11.8                          | 05.08.05              |                | C+     |
| Тинькофф       | 100.05       | 11.85                | 99.78  |                               |                       |                | C-     |
| Балтимор       | 102.8        |                      |        | 11.82                         | 29.04.05              |                | C+     |
| Центелераф     | 104.95       | 11.61                | 100.71 |                               |                       |                | C      |
| Кидан          | 101.99       | 11.49                | 103.15 |                               |                       |                |        |
| Новосиб обл    | 101.8        |                      |        | 11.4                          | 08.06.05              |                | C      |
| КамАЗ          | 100.9        | 11.37                | 101.01 |                               |                       |                |        |
| Башкирэн-2     | 99.7         | 11.13                | 100.5  |                               |                       |                | C      |
| Юмск           | 101.73       | 11.08                | 100.11 |                               |                       |                | B-     |
| Амтел          | 103.09       | 11.07                | 100.0  |                               |                       |                | B-     |
| Акрон          | 101.73       | 11.04                | 100.79 |                               |                       |                | B-     |
| ТБЗ            | 103.09       | 11.03                | 101.71 |                               |                       |                | B-     |
| Амтершиппром   | 101.07       | 10.74                | 103.43 |                               |                       |                | B-     |
| ЭФКО           | 102.55       | 10.68                | 100.61 |                               |                       |                | C-     |
| Мечел-ТД       | 100.78       | 10.66                | 100.34 |                               |                       |                | B-     |
| РусСтанд-2     | 102.55       | 10.62                | 102.12 | 5.04                          | 15.06.05              | B/ruBBB+       |        |
| Юрметалл       | 106.06       | 10.51                | 103.14 |                               |                       |                | C-     |
| ОМЗ-4          | 102.2        | 10.28                | 100.63 |                               |                       | CCC+/mBB       | B-     |
| ПСК-4          | 99.6         |                      |        | 10.26                         | 29.06.05              |                | C+     |
| ГБ-1-1         | 98.65        | 10.2                 | 97.75  |                               |                       | B+/ruA+/B1     | B      |
| АвтоВАЗ-2      | 100.31       | 10.1                 | 100.19 |                               |                       |                |        |
| Новосиб обл-2  | 101.42       | 10.08                | 99.99  |                               |                       |                |        |
| Петроком       | 100.8        | 10.06                | 100.06 |                               |                       |                |        |
| ОК-1           | 101.53       | 10                   | 99.98  | 10.07                         | 19.07.05              | B/ruA1         | C+     |
| РусСтанд-3     | 101.4        | 10.06                | 100.33 |                               |                       |                |        |
| Хиткор обл-1   | 101.08       | 9.84                 | 100.28 |                               |                       | B/ruBBB+       |        |
| ЮКОЗ-3         | 99.95        | 9.84                 | 100.18 |                               |                       | BB-/ruAA-/B2   | B      |
| Сибирьтел-3    | 105.98       | 9.82                 | 103.97 |                               |                       |                | B      |
| ХКФ            | 101.05       | 9.81                 | 100.53 |                               |                       |                |        |
| Паньсвязь      | 101.7        | 9.76                 | 102.27 |                               |                       | B-             | B-     |
| Хаб хаай-5     | 100.84       | 9.75                 | 99.6   |                               |                       |                |        |
| Чувашия-1      | 101.24       | 9.75                 | 100.3  | 9.48                          | 12.08.05              |                |        |
| Башкирэн       | 106.1        | 9.69                 | 101.65 |                               |                       | ruA-           | B      |
| Юкутия-4       | 104.2        | 9.68                 | 102.33 |                               |                       | B/-            | B+     |
| УрСН-6         | 105.49       | 9.68                 | 103.84 |                               |                       |                |        |
| РусСтандфин-1  | 105.2        | 9.63                 | 100.62 | 9.36                          | 04.08.05              | B/ruBBB+       |        |
| Вед Уол-2      | 110.02       | 9.61                 | 107.03 |                               |                       |                |        |
| Пензенер       | 97.5         | 9.51                 | 97.13  |                               |                       |                | B-     |
| ИРКУТ-2        | 104.82       | 9.5                  | 101.99 |                               |                       |                | B      |
| Беллор обл-3   | 108.14       | 9.46                 | 103.89 |                               |                       |                |        |
| Центелером     | 100.9        |                      |        | 9.41                          | 15.05.05              |                |        |
| Иркут обл-2    | 100.54       | 9.36                 | 99.68  |                               |                       | B              |        |
| С-31еп-2       | 102.87       | 9.35                 | 101.12 |                               |                       | B-/ruBBB       | B      |
| Центелен-3     | 103.55       | 9.27                 | 102.18 |                               |                       | CCC+/ruBB+     | B      |
| Центелен-3     | 103          | 9.13                 | 101.75 |                               |                       | B/B2           | A-     |
| Центелен-4     | 105.01       | 9.11                 | 103.18 |                               |                       | CCC+/ruBB+     | B      |
| Ховос обл-2    | 104.4        | 9.08                 | 102.31 |                               |                       |                |        |
| Болга тел      | 105.13       | 9.03                 | 102.52 |                               |                       | B/ruA-         | B+     |
| ТМК            | 101.15       |                      |        | 9.02                          | 20.04.05              |                | B-     |
| РусАлфин       | 100.71       | 8.91                 | 100.35 |                               |                       |                | NR     |
| Интероор       | 105.1        | 8.79                 | 103.48 |                               |                       |                | A-     |
| Самар обл-1    | 103.74       | 8.62                 | 102.26 |                               |                       | BB-/Ba2        |        |
| Волг обл       | 102          | 8.48                 | 99.5   |                               |                       |                |        |
| ВМЗ-1          | 103.8        | 8.42                 | 100.95 |                               |                       |                |        |
| ПД-1С-4        | 101.4        | 8.33                 | 100.73 |                               |                       | B-/ruBBB+      | C+     |
| Юмск обл-2     | 100          | 8.21                 | 98.28  |                               |                       | ruA-           | B+     |
| Юкутия-3       | 102.2        | 8.21                 | 100.46 |                               |                       |                |        |
| РусАлфин-2     | 100.41       | 8.16                 | 93.74  | 8.21                          | 20.05.05              |                | NR     |
| Кавсод коя     | 100.35       | 8.14                 | 99.12  |                               |                       |                |        |
| Мегафон-2      | 98.62        | 7.99                 | 98.03  |                               |                       | B+/ruA+/B3     | B+     |
| УрСН-2         | 105.01       | 7.99                 | 100.65 | 7.71                          | 06.08.05              |                | B+     |
| Юмск-5         | 109.5        | 7.98                 | 106.45 |                               |                       | B-3            |        |
| Газпром-3      | 99.85        | 7.54                 | 99.7   |                               |                       | BB-/           | A      |
| Уфа-4          | 97.28        | 7.48                 | 95.96  |                               |                       | B              |        |
| Хаб хаай-4     | 101.9        |                      |        | 7.43                          | 27.05.05              |                |        |
| Балтика        | 99           | 7.28                 | 98.29  |                               |                       | BB-/Ba2        | A-     |
| УрСН-4         | 99.84        | 7.28                 | 98.57  |                               |                       | B/-            | B+     |
| Москва-31      | 103.9        | 7.25                 | 102.74 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| Моск обл-3     | 103.86       | 7.24                 | 102.31 |                               |                       | BB-/ruAA-/Baa3 |        |
| Москва-37      | 103.9        | 7.13                 | 102.65 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| Газпром-5      | 97.92        | 6.97                 | 97.62  |                               |                       | BB-/           | A      |
| Центелен-2     | 102.2        |                      |        | 6.94                          | 21.04.05              | CCC+/ruBB+     | B      |
| ЮКОЗ-4         | 103          |                      |        | 6.93                          | 24.05.05              |                | B      |
| Москва-32      | 103.3        | 6.89                 | 101.93 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| ТНК-5          | 112.8        | 6.74                 | 109.22 |                               |                       | BB-/Ba2        | A      |
| Башкортостан-4 | 98.38        | 6.71                 | 95.21  |                               |                       | BB-/Ba1        |        |
| Москва-35      | 103.68       | 6.67                 | 102.18 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| АПРОСА-19      | 106.95       | 6.59                 | 102.66 |                               |                       | B/B1           | A-     |
| Москва-40      | 104.81       | 6.43                 | 103.28 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| Моск обл-2     | 106.84       |                      |        | 6.41                          | 10.06.05              | BB-/ruAA-/Baa3 |        |
| Газпром-2      | 108.02       | 6.4                  | 102.81 |                               |                       | BB-/           | A      |
| Москва-28      | 108.02       | 6.16                 | 103.94 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| Москва-29      | 104.96       | 6.04                 | 103.19 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| Северсталь     | 101.2        |                      |        | 5.85                          | 10.07.05              | B+/B1          | A-     |
| Коми-6         | 109          | 5.67                 | 105.01 |                               |                       | B-/Ba3         |        |
| ХМАО-2         | 109          | 5.36                 | 106.01 |                               |                       | BB-/ruAA       |        |
| Коми-7         | 95.36        | 4.61                 | 89.8   |                               |                       | -/Ba3          |        |
| ПД-1           | 100.96       | 4.49                 | 96.4   |                               |                       |                | C      |
| Москва-38      | 107.9        | 3.15                 | 104.66 |                               |                       | BB+/Baa3       |        |
| ИНТЕКО         | 107.5        |                      |        |                               |                       |                |        |
| Ковосток       | 100.12       | 0.64                 | 94.78  |                               |                       |                | B-     |
| Мечел          | 100.07       | -1.02                | 95.89  |                               |                       |                | B      |
| Росинтез-2     | 99.9         | -11.9                | 88.09  |                               |                       |                | C      |



Сводная таблица по трем сценариям

| Выпуск          | Текущая цена | Рейтинг       |        | Фиксированная доходность      |                       | Доходность владения HPR, ожидаемая к 17.07.05 |                           |                           |
|-----------------|--------------|---------------|--------|-------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|---------------------------|---------------------------|
|                 |              | S&P/M         | НИКОйл | Доходность к оферте/погашению | Дата оферты/погашения | Сценарий 1<br>-1% годовых                     | Сценарий 2<br>+0% годовых | Сценарий 3<br>+1% годовых |
| Башкортостан-4  | 96.88        | BB-/Ba1       |        |                               |                       | 14.11                                         | 10.36                     | 6.71                      |
| Венгрия обл-3   | 108.14       |               |        |                               |                       | 10.95                                         | 10.21                     | 9.46                      |
| Волгоград-11    | 100.25       |               |        |                               |                       | 16.94                                         | 14.87                     | 12.84                     |
| Волг обл        | 98           |               |        |                               |                       | 18                                            | 16.6                      | 15.21                     |
| Уфим обл-2      | 100.54       | B             |        |                               |                       | 17.57                                         | 12.94                     | 8.48                      |
| Коми-5          | 109.5        | -/Ba3         |        |                               |                       | 11.94                                         | 10.64                     | 9.36                      |
| Коми-6          | 109          | -/Ba3         |        |                               |                       | 15.63                                         | 11.75                     | 7.98                      |
| Коми-7          | 93.36        | -/Ba3         |        |                               |                       | 19.74                                         | 12.53                     | 5.67                      |
| Краснодар край  | 100.35       |               |        |                               |                       | 23.14                                         | 14.03                     | 4.61                      |
| Москва-28       | 108.02       | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 14.36                                         | 11.21                     | 8.14                      |
| Москва-32       | 103.3        | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 7.78                                          | 6.96                      | 6.16                      |
| Москва-35       | 103.68       | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 9.98                                          | 8.42                      | 6.89                      |
| Москва-37       | 103.9        | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 8.33                                          | 6.67                      | 6.17                      |
| Москва-31       | 103.9        | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 11.4                                          | 9.25                      | 7.13                      |
| Москва-40       | 104.81       | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 13.62                                         | 10.4                      | 7.25                      |
| Москва-29       | 104.96       | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 14.1                                          | 10.21                     | 6.43                      |
| Москва-38       | 107.9        | BB+/Ba3       |        |                               |                       | 15.73                                         | 10.8                      | 6.04                      |
| Москва обл-2    | 104          | BB-/ruAA-/Ba3 |        | 6.41                          | 10.06.05              | 19.67                                         | 11.18                     | 3.15                      |
| Москва обл-3    | 103.86       | BB-/ruAA-/Ba3 |        |                               |                       | 14.14                                         | 10.64                     | 7.24                      |
| Нижегород обл-1 | 101.08       | BB-/ruAA-/B2  |        |                               |                       | 14.2                                          | 12                        | 9.84                      |
| Новосиб обл     | 101.8        |               |        |                               |                       | 14.82                                         | 13.08                     | 11.37                     |
| Новосиб обл-2   | 101.42       |               |        |                               |                       | 17.44                                         | 13.71                     | 10.08                     |
| Самар обл-1     | 103.74       | BB-/Ba2       |        |                               |                       | 12.03                                         | 10.31                     | 8.62                      |
| Тверь обл-2     | 110.03       |               |        |                               |                       | 13.99                                         | 11.78                     | 9.61                      |
| Тюмень          | 100          |               |        |                               |                       | 15.21                                         | 13.1                      | 11.05                     |
| Тюмень обл-2    | 100          | ruA           |        |                               |                       | 11.79                                         | 8.21                      | 3.21                      |
| Уфа-4           | 97.28        | B             |        |                               |                       | 16.86                                         | 12.09                     | 7.48                      |
| Хаб край-4      | 101.9        |               |        | 7.43                          | 27.05.05              |                                               |                           |                           |
| Хаб край-5      | 100.66       |               |        |                               |                       | 13.98                                         | 11.84                     | 9.75                      |
| ХМАО-2          | 100          | BB-/ruAA      |        |                               |                       | 14.59                                         | 9.89                      | 5.36                      |
| Чувашия-1       | 101.24       |               |        | 9.48                          | 12.08.05              | 10.02                                         | 9.89                      | 9.75                      |
| Якутия-3        | 102.2        | ruA-          |        |                               |                       | 17.33                                         | 12.7                      | 8.21                      |
| Якутия-4        | 104.2        | ruA-          |        |                               |                       | 12.02                                         | 10.84                     | 9.88                      |
| Яросл обл-2     | 104.4        |               |        |                               |                       | 15.43                                         | 12.21                     | 9.06                      |
| АвтоВАЗ-2       | 100.31       |               | B      |                               |                       | 10.42                                         | 10.26                     | 10.1                      |
| Акрон           | 101.73       |               | B      |                               |                       | 12.08                                         | 11.56                     | 11.04                     |
| АЛРОСА-19       | 106.55       | B/B1          | A-     |                               |                       | 7.99                                          | 6.59                      | 6.59                      |
| Алтайэнерго     | 102.95       |               | C+     | 11.8                          | 05.08.05              | 12.2                                          | 12.11                     | 12.02                     |
| Амтел           | 101          |               | B-     |                               |                       | 12.33                                         | 11.69                     | 11.05                     |
| Амтелинпром     | 107.07       |               | B      |                               |                       | 11.5                                          | 10.73                     | 10.13                     |
| Балтика         | 99           | BB-/Ba2       | A-     |                               |                       | 15.38                                         | 11.27                     | 7.48                      |
| Балтимор        | 102.6        |               | C+     |                               |                       | 12.08                                         | 11.84                     | 11.61                     |
| Башкирэн        | 106.1        |               | B      |                               |                       | 10.25                                         | 9.97                      | 9.89                      |
| Башкирэн-2      | 99.74        |               | B      |                               |                       | 11.26                                         | 11.08                     | 11.08                     |
| ВБД-1           | 96.95        | B+/ruA+/B1    | B+     |                               |                       | 12.86                                         | 11.52                     | 10.2                      |
| ВМЗ-1           | 103.8        | C+            |        |                               |                       | 8.88                                          | 8.65                      | 8.42                      |
| Волга           | 95.95        |               | B      |                               |                       | 17.99                                         | 14.78                     | 12.14                     |
| ВолгаТел        | 105.13       | B/ruA-        | B+     |                               |                       | 11.14                                         | 10.08                     | 9.03                      |
| Вымпелком       | 98.35        | BB-/Ba3       | A-     |                               |                       | 15.24                                         | 13.71                     | 12.2                      |
| Газпром-2       | 106.84       | BB-/C         | A      |                               |                       | 7.52                                          | 6.96                      | 6.4                       |
| Газпром-3       | 99.65        | BB-/C         | A      |                               |                       | 12.87                                         | 10.18                     | 7.54                      |
| Газпром-5       | 97.92        | BB-/C         | A      |                               |                       | 14.81                                         | 10.83                     | 6.97                      |
| Г-1942          | 100.05       |               | B-     |                               |                       | 15.13                                         | 13.47                     | 11.85                     |
| ГТМ-Строй       | 99.55        |               | B-     | 15.17                         | 27.05.05              |                                               |                           |                           |
| Дальавиа        | 104.7        |               | C+     |                               |                       | 14.24                                         | 11.98                     | 9.76                      |
| ДжЭфСи          | 100.65       |               | C+     |                               |                       | 14.1                                          | 13.7                      | 13.3                      |
| Евровет         | 100.9        |               | C+     | 13.94                         | 26.07.05              | 16.74                                         | 15.44                     | 14.17                     |
| Ужавто          | 98.09        |               | B      |                               |                       | 17.29                                         | 17                        | 17                        |
| ИлимИнлп        | 101.51       |               | B      |                               |                       | 15.25                                         | 14.11                     | 12.98                     |
| ИНТЕКО          | 101.75       |               | B-     |                               |                       | 3.86                                          | 2.92                      | 2                         |
| Интергло        | 106.1        |               | A      |                               |                       | 12.47                                         | 10.61                     | 8.76                      |
| ИРКУ-2          | 104.82       |               | B      |                               |                       | 10.58                                         | 10.03                     | 9.5                       |
| КамАЗ           | 100.9        |               | C      |                               |                       | 12.31                                         | 11.71                     | 11.13                     |
| Ковосток        | 100.12       |               | B      |                               |                       | 5.55                                          | 3.07                      | 0.64                      |
| Констелл        | 97.9         |               | B-     | 12.92                         | 11.08.05              | 13.43                                         | 13.31                     | 13.18                     |
| Ленэнерго       | 97.5         |               | B-     |                               |                       | 15.44                                         | 12.44                     | 9.51                      |
| ЛЮМО-2          | 100.35       |               | D+     | 14.53                         | 12.07.05              |                                               |                           |                           |
| Мастербанк      | 100          |               |        | 13.77                         | 07.06.05              |                                               |                           |                           |
| МТС-4           | 101.4        | B-/ruBBB+     | B+     |                               |                       | 11.15                                         | 9.73                      | 8.33                      |
| Мегарон-2       | 98.62        | B+/ruA+/B3    | B+     |                               |                       | 13.97                                         | 10.95                     | 7.99                      |
| Мешел           | 100.07       |               | B      |                               |                       | 0.73                                          | -0.15                     | -1.02                     |
| Мелен-1Ц        | 100.78       |               | B-     |                               |                       | 12.28                                         | 10.66                     | 10.66                     |
| МИ              | 97.57        |               |        |                               |                       | 20.07                                         | 19.34                     | 18.63                     |
| Нидан           | 101.99       |               | C      |                               |                       | 11.4                                          | 08.06.05                  |                           |
| НИКОСХИМ        | 99.86        | CCC+/ruBB+    | C      | 11.4                          | 08.06.05              | 21.38                                         | 19.79                     | 18.23                     |
| НКНХ-2          | 103          |               | B      | 6.93                          | 24.05.05              |                                               |                           |                           |
| НКНХ-3          | 99.95        |               | B      |                               |                       | 10.32                                         | 10.08                     | 9.84                      |
| Нортгаз         | 102.05       |               | C+     | 17.42                         | 22.04.05              | 14.22                                         | 13.65                     | 13.09                     |
| ОГО-3           | 99           |               | C+     |                               |                       | 12.92                                         | 12.28                     | 11.66                     |
| ОМЗ-4           | 102.2        | CCC+/ruBB     | B-     |                               |                       | 10.75                                         | 10.51                     | 10.28                     |
| ОСТ             | 101.53       |               | C+     | 10.07                         | 19.07.05              | 10.02                                         | 10.01                     | 10                        |
| Петроком        | 105          | B/ruA1        |        |                               |                       | 12.39                                         | 11.23                     | 10.08                     |
| ПИК-4           | 99.6         |               | C      | 10.26                         | 29.06.05              |                                               |                           |                           |
| ПИТ-1           | 100.96       |               | C      |                               |                       | 8.23                                          | 6.34                      | 4.49                      |
| Полиметалл      | 106.06       |               | C      |                               |                       | 12.78                                         | 11.63                     | 10.51                     |
| Рашуля          | 93.3         |               | C      |                               |                       | 17.44                                         | 15.94                     | 14.47                     |
| Росинтер-2      | 99.9         |               | C      |                               |                       | 4.13                                          | -8.08                     | -11.9                     |
| РосАвтофин      | 100.1        |               | C      |                               |                       | 16.47                                         | 15.01                     | 13.57                     |
| РосАлфин        | 100.71       |               | NR     |                               |                       | 9.51                                          | 9.21                      | 8.91                      |
| РосАлфин-2      | 103.41       |               | NR     | 8.21                          | 20.05.05              | 1.33                                          | -1.42                     | -4.36                     |
| РосСтанд-2      | 103.55       | B/ruBBB+      |        | 5.04                          | 15.06.05              | 13.81                                         | 12.2                      | 10.62                     |
| РосСтанд-3      | 101.4        | B/ruBBB+      |        |                               |                       | 10.53                                         | 10.29                     | 10.06                     |
| РосСтандФин-1   | 105.2        | B/ruBBB+      |        | 9.36                          | 04.08.05              | 9.81                                          | 9.72                      | 9.63                      |
| РосЭкстиль      | 103.7        |               | C+     |                               |                       | 17.71                                         | 15.91                     | 14.13                     |
| СевеллЭн        | 98.25        |               | C      |                               |                       | 14.43                                         | 14.18                     | 13.94                     |
| Северсталь      | 101.52       | B+/B1         | A-     | 5.85                          | 10.07.05              |                                               |                           |                           |
| СЭПК            | 100.25       |               | C      | 13.43                         | 14.07.05              |                                               |                           |                           |
| С-3Тел-2        | 102.87       | B-/ruBBB      | B      |                               |                       | 10.16                                         | 9.75                      | 9.35                      |
| Сибирьстел-3    | 105.98       |               | B      |                               |                       | 13.33                                         | 11.56                     | 9.82                      |
| СМАРТС-2        | 100.6        |               | B-     | 12.19                         | 26.06.05              |                                               |                           |                           |
| СМАРТС-3        | 101.2        |               | B-     |                               |                       | 13.76                                         | 13.37                     | 12.97                     |
| Татнефть-3      | 103          | B/B2          | A-     |                               |                       | 12.56                                         | 10.83                     | 9.13                      |
| Таттелеком      | 100.9        |               |        | 9.41                          | 15.05.05              |                                               |                           |                           |
| ТБЗ             | 103.09       |               | B-     |                               |                       | 15.1                                          | 13.04                     | 11.03                     |
| ТМК             | 101.15       |               | B-     | 9.02                          | 20.04.05              |                                               |                           |                           |
| Тинькофф        | 102.18       |               | C      | 11.82                         | 29.04.05              |                                               |                           |                           |
| ТНК-5           | 112.8        | BB-/Ba2       | A      |                               |                       | 11.46                                         | 9.07                      | 6.73                      |
| УВЗ             | 100.67       |               | B-     |                               |                       | 13.06                                         | 12.66                     | 12.26                     |
| УрСН-2          | 105.01       | B/-           | B+     | 7.71                          | 06.08.05              | 8.2                                           | 8.1                       | 7.99                      |
| УрСН-6          | 105.49       | B/-           | B+     |                               |                       | 13.03                                         | 11.34                     | 9.68                      |
| УрСН-4          | 99.84        | B/-           | B+     |                               |                       | 14.96                                         | 11.06                     | 7.98                      |
| ХФ              | 101.05       | B-            |        |                               |                       | 10.77                                         | 10.29                     | 9.81                      |
| Центротел-2     | 102.2        | CCC+/ruBBB+   | B      | 6.94                          | 21.04.05              |                                               |                           |                           |
| Центротел-3     | 103.35       | CCC+/ruBBB+   | B      |                               |                       | 11.61                                         | 9.63                      | 9.27                      |
| Центротел-4     | 105.01       | CCC+/ruBBB+   | B      |                               |                       | 19.84                                         | 13.84                     | 9.11                      |
| Центелерафф     | 104.95       |               | C      |                               |                       | 15.09                                         | 13.28                     | 11.49                     |
| ЭФКО            | 102.56       |               | C      |                               |                       | 11.26                                         | 10.97                     | 10.68                     |
| ЮИТ-3           | 99.6         | ruBBB/B3      | B-     |                               |                       | 13.61                                         | 12.51                     | 12.11                     |
| ЮТэйр           | 100          |               |        |                               |                       | 14.26                                         | 13.61                     | 12.98                     |



## 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 (нейтральный 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 полгоода, 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.



---

**Аналитическое управление брокерской корпорации «НИКойл»**

---

**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  
Алексей Казаков, ст. аналитик, kaz\_ae@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**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@nikoil.ru  
Марина Лукашова, аналитик, luk\_mr@nikoil.ru  
Анна Юдина, аналитик, udi\_an@nikoil.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.), bra\_ms@nikoil.ru  
Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.), ros\_ch@nikoil.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор, pya\_ae@nikoil.ru  
Юлия Прокопенко, ст. редактор, pro\_ja@nikoil.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru\_jo@nikoil.ru

**Интернет / Базы данных**

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@nikoil.ru  
Кирилл Братанич, специалист, bra\_kv@nikoil.ru

**Нефть и газ / Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@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

---

**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами**

---

**Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, pug\_av@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 по сделкам 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 Сонюшкина, ст. специалист, son\_da@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, НИКОЙЛ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни НИКОЙЛ, 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 «Брокерская компания НИКОЙЛ», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © НИКОЙЛ 2005