

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежедневный Обзор

Оглавление:

Новости одной строкой	2
Корпоративные новости	2
Российский долговой рынок	4
Торговые идеи	5
Приложения	6

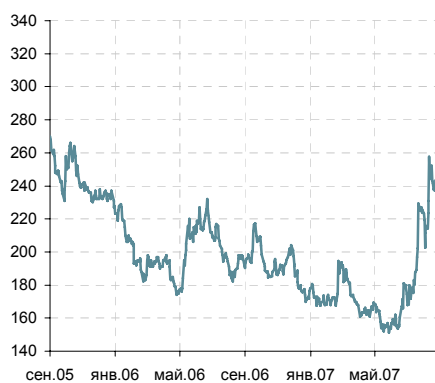
Рублевый долг: Неделя завершилась на позитивной ноте, но радоваться пока рано – сентябрь с точки зрения динамики котировок может оказаться довольно волатильным.

Торговые идеи во втором эшелоне: Трансмашхолдинг, ОГК-6, ТГК-1, Техносила
/Подробнее стр. 4/

Корпоративные новости:

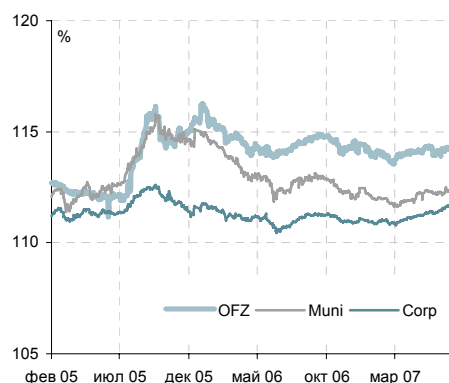
Трансмашхолдинг: консолидация активов завершена, "зеленый свет" сделке с РЖД.
/Подробнее стр. 2/

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

www.zenit.ru

Новости одной строкой

НК «Роснефть» планирует до конца года разместить три выпуска облигаций на сумму 45 млрд руб. по 15 млрд руб. каждый. /Прайм-ТАСС/

ОАО «Славинвестбанк» утвердил решение о размещении двух выпусков облигаций серии 04 и 05 объемом 5 млрд руб. и 3 млрд руб. соответственно. /Finambonds/

ФСФР зарегистрировала дебютный выпуск облигаций ООО «Амет- Финанс» объемом 2 млрд руб. /Cbonds/

Совет директоров РАО «ЕЭС России» одобрил размещение еврооблигаций ОАО «ОГК-2», конвертируемых в GDR на дополнительные акции ОГК-2. Облигации будут выпущены на сумму 500 млн долл, срок обращения - 5 лет. /AK&M/

Корпоративные новости

Трансмашхолдинг: консолидация активов завершена, "зеленый свет" сделке с РЖД.

В пятницу ЗАО «Трансмашхолдинг» завершило консолидацию активов, начавшуюся еще в июне прошлого года. Теперь Трансмашхолдинг напрямую владеет несколькими крупными предприятиями транспортного машиностроения ранее находящимися в его управлении, в частности, Брянским и Демидовским машиностроительными заводами, Октябрьским электроремонтным заводом, Новочеркасским электровозостроительным заводом, Коломенским заводом «Бежицкая сталь», Пензадизельмашем, Центросвармашем и Метровагонмашем.

Завершившаяся консолидация активов «дает зеленый свет» такому значимому мероприятию, как продажа блока акций Трансмашхолдинга ОАО «РЖД». Пока еще сделка находится на стадии согласования, заинтересованные стороны планируют окончательные параметры и схему ее реализации согласовать до конца сентября. При этом в качестве сроков завершения сделки обозначены конец ноября – начало декабря.

Перспективы бизнеса Трансмашхолдинга во многом определяются стратегическим партнерством с РЖД. С этой точки зрения, появление ключевого потребителя (на долю РЖД приходится более 40% продаж ТМХ) в капитале Трансмашхолдинга, на наш взгляд, должно позитивно отразиться на его кредитном профиле. Во-первых, программа РЖД по увеличению парка и обновлению подвижного состава обеспечит загрузку производственных мощностей. Во-вторых, продажа акций обеспечит ТМХ дополнительными собственными финансовыми ресурсами. Это как нельзя кстати для холдинга в условиях довольно амбициозных инвестиционных планов, объемы которых оцениваются на уровне порядка 1.5 млрд долл.

Позитивный эффект консолидации Трансмашхолдинга должен также проявиться в том, что компания с выручкой в 2006 году порядка 55 млрд руб., которая до этого оставалась довольно закрытой, может стать более понятной и прозрачной для инвесторов.

При размещении облигаций Трансмашхолдинг-2 фактор будущей сделки с РЖД во многом был учтен инвесторами (УТР на 2 года 8.78% годовых при прогнозе организаторов 9.2% - 9.4%), то есть премия к близким по дюрации бумагам РЖД-5 составляла порядка 210 б.п. На волне рыночного роста бумагам ТМХ-2 удавалось сокращать спрэд к РЖД-5 до 140 б.п., однако в течение последнего месяца спрэд вновь расширился до 200 б.п. На наш

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

взгляд, с учетом последних данных о приближении сделки текущая премия в доходности к будущей материнской компании выглядит завышенной, как минимум на 50 б.п. – мы не будем слишком оптимистичны, поскольку сделка еще не закрыта. В то же время, мы не исключаем, что в среднесрочной перспективе премия имеет все шансы сократиться до уровня, сопоставимого с примерами других «родственных» выпусков (порядка 100 б. п.). Однако окончательные выводы о кредитном качестве Трансмашхолдинга и справедливом спреде между ТМХ-2 и сопоставимыми по дюрации бумагами РЖД корректнее, на наш взгляд, будет делать лишь после появления аудированной консолидированной отчетности и информации об инвестиционных планах ТМХ.

Российский долговой рынок

Рублевым облигациям удалось закончить неделю на позитивной ноте: во многих выпусках 1-2 эшелона в пятницу присутствовал спрос. Главным фактором поддержки, на наш взгляд, стало улучшение конъюнктуры на межбанке: еще в четверг ставки опустились до 6%, а в пятницу снизились и обороты по сделкам прямого РЕПО, предоставляемого ЦБ – с 225 до 94 млрд. рублей. Таким образом, наиболее сложные дни с точки зрения дефицита ликвидности остались позади, при этом, новой волны продаж рублевого долга со стороны нерезидентов не происходит – этого оказалось достаточно, для того, чтобы подтолкнуть российских участников к покупке изрядно подешевевших бумаг по привлекательным ценам.

Основной спрос в пятницу можно было наблюдать в голубых фишках и качественных сериях второго эшелона. В частности, покупки присутствовали в облигациях Мособласти-7 (+63 б.п.), ОГК-5 (+20 б.п.), РЖД-6 (+16 б.п.), РЖД-7 (+10 б.п.), МОЭСК-1 (+13 б.п.), Икс-5 (+64 б.п.), Газпром-9 (+70 б.п.), Газпром-4 (+33 б.п.), а также ХКФБ-2 (+19 б.п.) и ХКФБ-4 (+11 б.п.). 4 выпуск ХоумКредита (УТР 11.36% по последней котировке на продажу) сейчас выглядит довольно интересно для покупки, учитывая, что бумага торгуется с заметной премией по доходности к ХКФБ-2 и ХКФБ-3, при этом все 3 выпуска входят в список А1.

Мы полагаем, что в ближайшей перспективе спрос в рублевых бумагах может продолжиться, хотя без поддержки со стороны нерезидентов вряд ли стоит рассчитывать на существенный рост цен. В целом, ситуация остается довольно хрупкой – ухудшение внешней конъюнктуры еще может привести к новым продажам в рублевых бумагах. Поэтому вплоть до середины месяца (ближе к заседанию ФРС 18 сентября) динамика котировок в рублевых облигациях может оказаться довольно волатильной, что необходимо учитывать тем инвесторам, которые уже сейчас покупают длинные выпуски.

При этом, более безопасной выглядит покупка некоторых бумаг второго эшелона, перепроданных относительно аналогов, либо имеющих свои собственные мотивы для снижения доходности. В частности, сегодня мы обращаем внимание инвесторов на облигации Трансмашхолдинга, получившие повод для сужения спреда к РЖД на фоне очевидного приближения момента сделки по покупке госкомпанией блока пакета акций холдинга (см. «корпоративные новости»).

Кроме того, в качестве интересных выпусков для покупки можно отметить несколько энергетических компаний: ОГК-6, недооцененную относительно ОГК-5 и ОГК-2, а также ТК-1. В отношении последней позитивным фактором должна стать продажа допэмиссии и госдоли из пакета РАО, которая состоится в сентябре. На настоящий момент, по словам А. Чубайса, на участие в продаже пакетов претендуют 4 инвестора, в руки которых может перейти контроль над компанией. Известно, что к компании проявляли интерес Интеррос, КЭС-Холдинг, Евросибэнерго (подконтрольна Олегу Дерипаске), группа Е4 (бывший топ-менеджер РАО Михаил Абызов), однако наиболее вероятным покупателем считается Газпром. Хотя в определенной степени фактор перехода, контроля к «стратегическому инвестору» закладывается в ценах всех генерирующих компаний, сам факт продажи пакетов акций раньше оказывал поддержку котировкам облигаций (пример – покупка Мосэнерго Газпромом и ОГК-5 – Enel).

Мы также возвращаем в наш список рекомендаций бумаги Техносилы, котировки которых за последние недели торгов потеряли в цене 0.7%, а доходность превысила 11.7%. Хотя нельзя утверждать, что текущий спред к ОФЗ в 600 б.п. сузится до исторически справедливого уровня в 500 б.п. в ближайшей перспективе, тем не менее, потенциал отыграть часть падения, несомненно есть, учитывая, что с фундаментальной точки зрения, как показывают данные последней управленческой отчетности, компания выглядит вполне стабильно. Рентабельность EBITDA по итогам первого полугодия составила 7.1% по сравнению с 6.4% по сравнению с 2006 г., Долг/EBITDA остался без изменения на уровне 3.4х.

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	113,39	0,02%	-0,02%
Zetbi Muni	111,18	0,07%	-0,13%
Zetbi Corp	110,52	0,06%	-0,01%
Zetbi Corp10	117,36	0,11%	0,08%

Источник: Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
Мос.обл.7в	711,44	0,63
Мос.обл.4в	218,20	-0,04
Мос.обл.6в	179,88	0,17
МГор44-об	138,64	-
МГор39-об	127,62	0,20

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
ОГК-5 об-1	1103,01	0,16
ФСК ЕЭС-05	684,81	0,08
РЕТАЛ-1	538,58	0,19
ФСК ЕЭС-02	447,70	0,27
РЖД-06обл	400,92	0,16

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торговые идеи

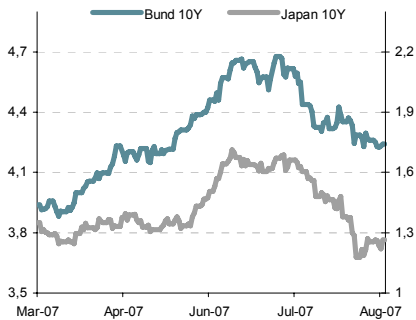
- **Севкабель-Финанс-3** – выпуск сохраняет премию в доходности к отраслевым аналогам (порядка 50 б.п.), рекомендуем к ПОКУПКЕ в защитный портфель
- **УМПО-2** - Рекомендуем сохранять позиции в бумаге. На фоне ближайшего выпусков аналога (НПО Сатурн), текущий купон УМПО остается наиболее высоким (на уровне 9.5% годовых).
- **Л'этуаль** – бумага торгуется с очень короткой дюрацией к оферте в конце текущего года. На наш взгляд, выпуск интересен с точки зрения соотношения «риск-доходность» ввиду достаточно высокого купона в 10.75% и неплохих финансовых характеристик. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ бумагу до оферты.
- **Инком-Авто-2** – Мы считаем данный выпуск достаточно интересным, чтобы ДЕРЖАТЬ его в портфеле до оферты, учитывая высокую ставку купона на уровне 12%, а также короткую дюрацию.
- **НИТОЛ-2** - несмотря на то, что эффект от инвестиционной проявится только в среднесрочной перспективе, тот факт, что в настоящее время компания придерживается намеченного плана мероприятий и достигает при этом запланированных результатов, поддерживает нашу позитивную оценку кредитного качества эмитента. Исходя из этого, мы рекомендуем сохранять позиции в бумаге, которая выглядит довольно привлекательно на фоне других выпусков третьего эшелона с точки зрения соотношения риск/доходность".
- **Карусель** – Реализация опциона на покупку Карусели по-прежнему весьма вероятна, в связи с чем существующая значительная разница в текущих доходностях выпусков Х5 и Карусели не оправдана. Рекомендуем бумаги Карусели к ПОКУПКЕ.
- Завершение консолидации активов увеличивает вероятность продажи контрольного пакета **Трансмашхолдинга** ОАО «РЖД», в связи с чем текущая премия бумаг Трансмашхолдинг-2 к сопоставимым по дюрации бумагам будущей материнской компании выглядит завышенной. Рекомендуем бумаги Трансмашхолдинг-2 к ПОКУПКЕ.
- **Техносила** – после продаж а августе бумаги выглядят интересно для покупки. Хотя нельзя утверждать, что текущий спрэд к ОФЗ в 600 б.п. сузится до исторически справедливого уровня в 500 б.п. в ближайшей перспективе, потенциал отыграть часть падения несомненно есть. С фундаментальной точки зрения, компания выглядит вполне стабильно, что подтверждают данные последней управленческой отчетности за 1пг.2007.
-
- **Юнимилк** - Пересмотр
- **Нутритэк** – Пересмотр
- **ТОП-КНИГА-2** – Пересмотр
- **Х5** – Пересмотр
- **Виктория-2** - Пересмотр
- **Интегра-2, Интегра-1** - Пересмотр

Приложение 1. Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	8/31/2007	4,14	4	-29	-63
UST 10 yr	8/31/2007	4,53	2	-16	-20
UST 30 yr	8/31/2007	4,82	0	-4	-5
Bund 2 yr	8/31/2007	4,01	4	-27	49
Bund 10 yr	8/31/2007	4,24	1	-8	50
Bund 30 yr	8/31/2007	4,48	0	5	49
Fed Fund	8/30/2007	5,25	0	0	0
Libor 1 mo	8/30/2007	5,67	6	40,0	39
Libor 6 mo	8/30/2007	5,46	7	20,8	10
Libor 12 mo	8/30/2007	5,21	7	3	-14
S&P 500	8/31/2007	1473,99	1,12%	2,86%	12,43%
Nasdaq Composite	8/31/2007	2596,36	1,21%	3,39%	18,38%
RTS	8/31/2007	1919,89	2,10%	-2,58%	18,51%
EURUSD	9/3/2007	1,3637	0,06%	-0,99%	5,93%
USDJPY	9/3/2007	115,94	0,14%	-1,80%	-0,13%
USDRUB	9/3/2007	25,65	-0,04%	0,60%	-3,94%
EURRUB	9/3/2007	34,97	0,02%	-0,40%	1,77%
Brent 1m Future	9/3/2007	72,71	0,03%	-2,73%	5,15%
Gold	9/3/2007	671,93	-0,22%	-0,16%	7,43%

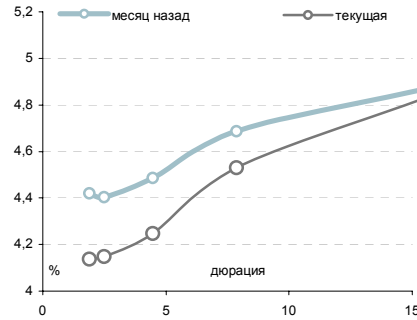
Источник: Bloomberg

Динамика доходности 10Y немецких и японских бондов



Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спрэд между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp				YTM
			day	week	month	year	
Russia-30*	8/31/2007	111,05%	18	56	49	-30	5,92
UMS-31*	8/30/2007	128,33%	45	273	338	226	6,05
Turkey-30*	8/30/2007	152,80%	73	105	-47	370	7,12
Venezuela-27*	8/30/2007	99,68%	27	57	-623	-2443	9,29
EMBIG	8/30/2007	244	5	2	18	73	-
EMBIG Russia	8/30/2007	151	3	3	11	52	-
EMBIG Brazil	8/30/2007	205	5	-1	-2	15	-
EMBIG Mexico	8/30/2007	141	5	-4	0	26	-
EMBIG Turkey	8/30/2007	242	-4	4	18	35	-
EMBIG Venezuela	8/30/2007	490	6	12	108	307	-

* - Указаны котировки

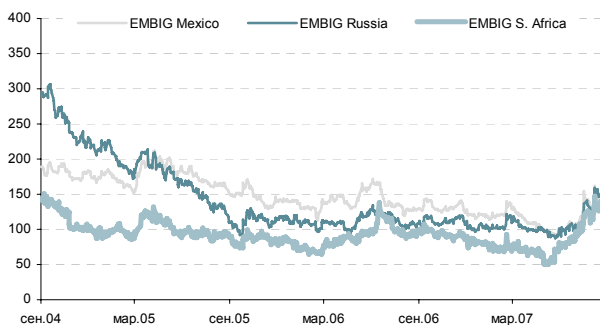
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



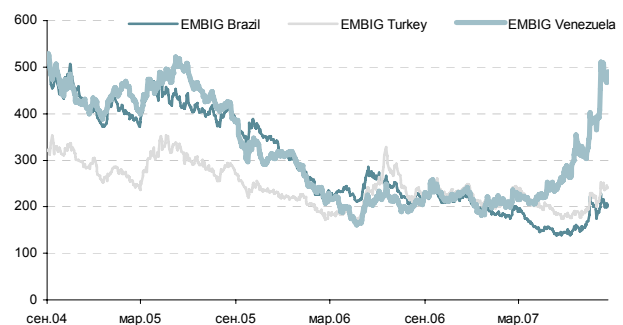
Источник: Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов

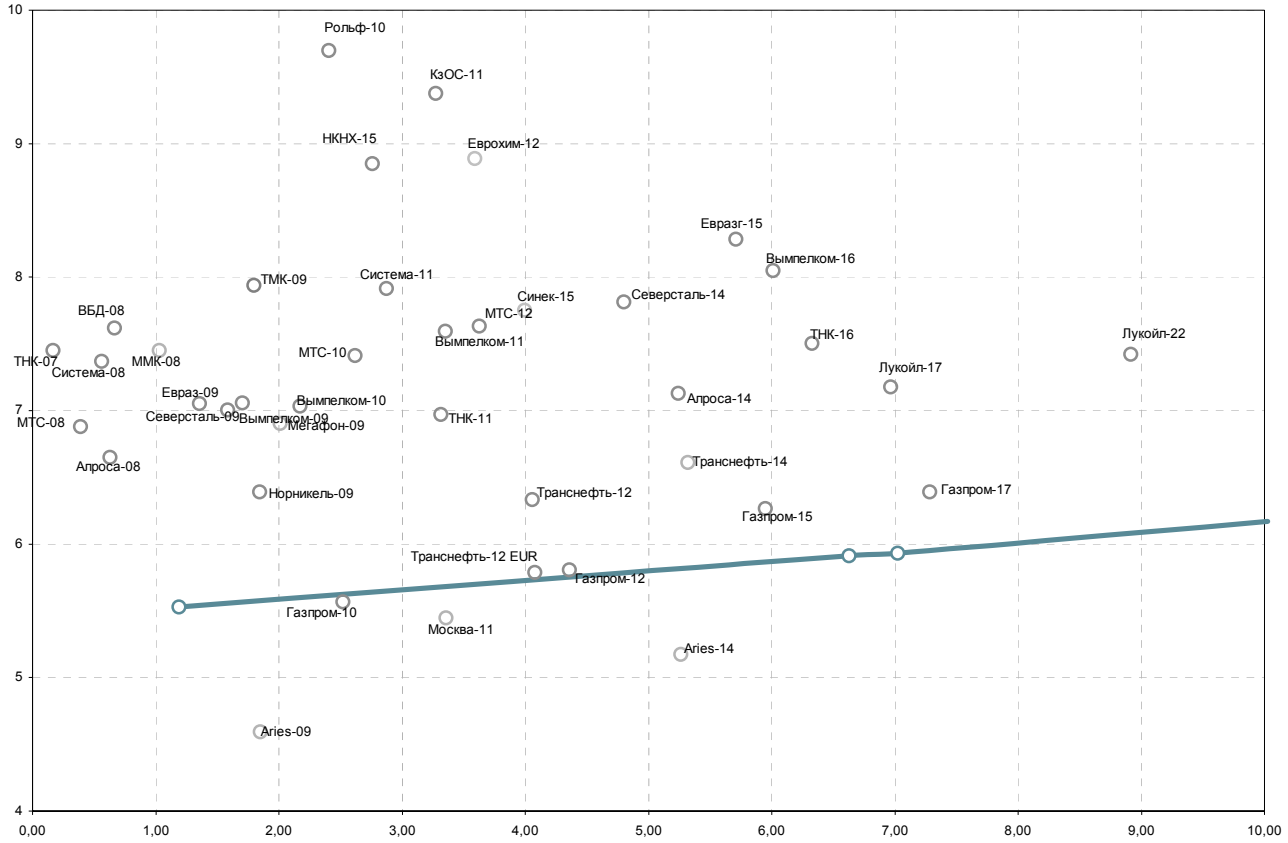


Источник: J.P. Morgan



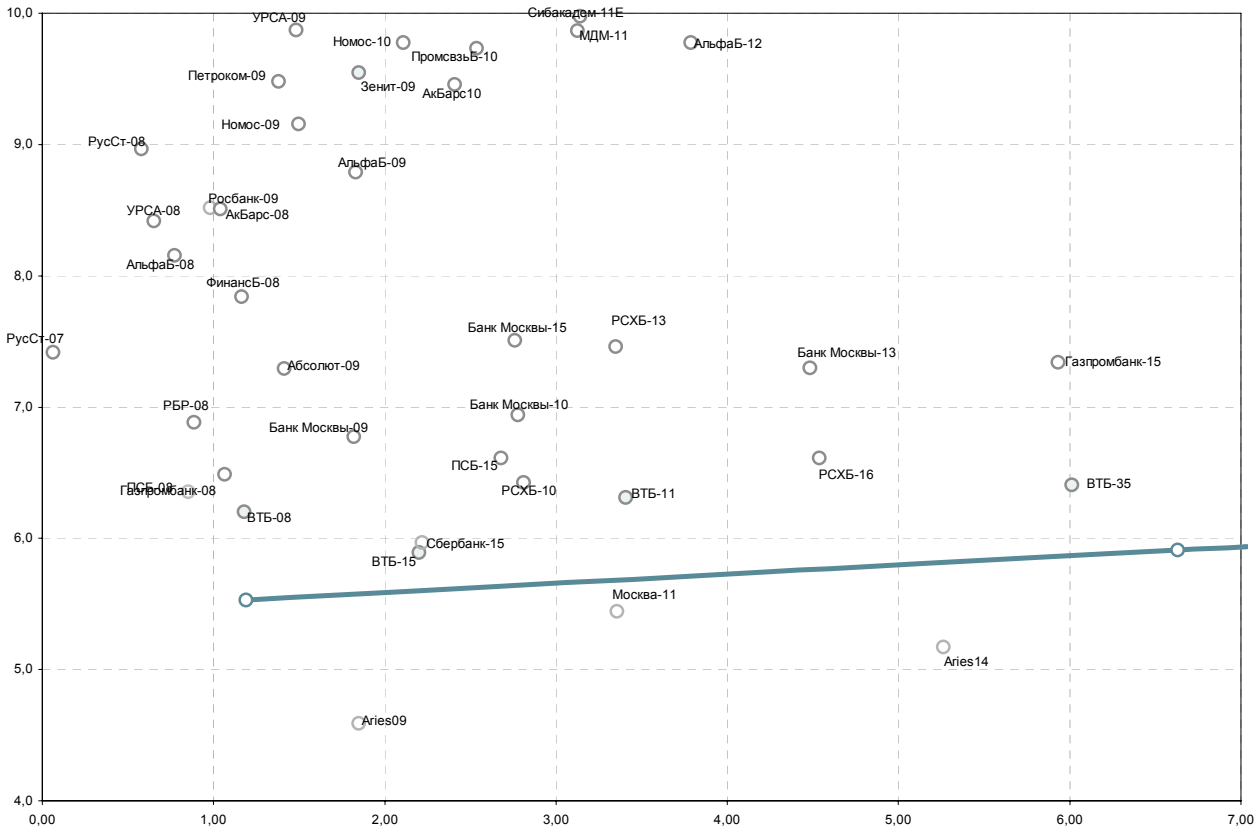
Приложение 2. Российский рынок еврооблигаций

Кривая доходности российских еврооблигаций: Нефинансовый сектор



Источник: Bloomberg

Кривая доходности российских еврооблигаций: Банки



Источник: Bloomberg



Котировки российских еврооблигаций

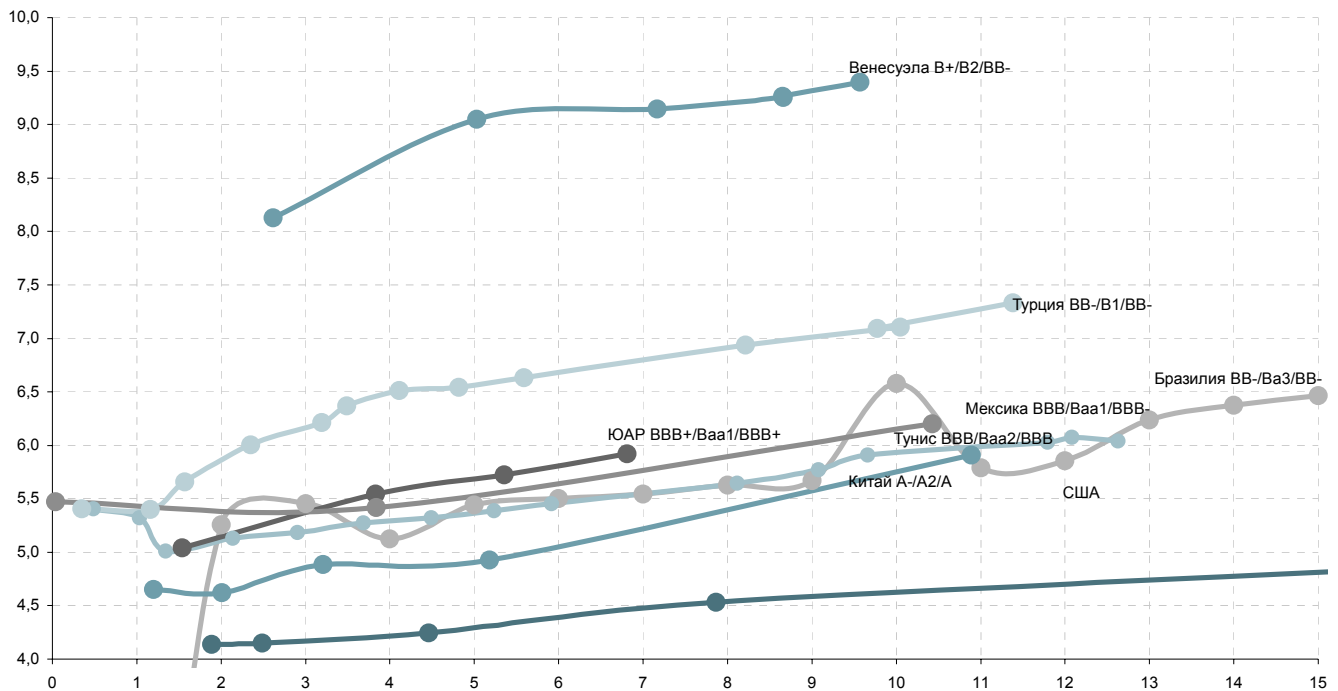
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	103,22	103,42	5,48	1,19	267
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	139,95	140,20	5,95	7,02	140
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	176,27	176,52	6,18	10,03	148
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	7,500	Baa2/BBB+/BBB+	110,98	111,13	5,92	6,63	120
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/NR	99,50	99,50	5,64	0,19	153
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	98,13	98,19	5,73	0,66	145
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	91,22	91,42	5,67	3,32	140
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	100,36	100,46	4,24	0,14	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	106,01	106,26	4,65	1,85	62
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	125,72	126,12	5,20	5,26	83
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa1/-/BBB+	103,21	103,58	5,50	3,36	139
Oil & Gas									
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB	108,58	108,88	6,05	1,85	191
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB/BBB-	105,87	106,12	5,61	2,52	153
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB	114,45	114,70	6,43	4,33	216
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	A3	97,22	97,62	6,30	5,95	210
Gazprom-17 EUR	11/2/2017	500	5,440	BBB/BBB-	92,66	93,06	6,42	7,28	216
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB+/BBB	101,80	102,05	6,97	8,11	240
Gazprom-22 \$	3/7/2022	1 300	6,510	BBB/BBB-	97,13	97,38	6,81	8,91	221
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	A3/BBB/BBB-	123,56	123,81	6,71	11,52	193
Lukoil-17 \$	6/7/2017	500	6,356	(P)Baa2/BBB-/BBB-	93,97	94,31	7,20	6,96	268
Lukoil-22 \$	6/7/2022	500	6,656	(P)Baa2/BBB-/BBB-	92,68	93,17	7,45	8,91	285
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba1/BB+	105,35	105,65	6,44	1,25	228
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BBB-	100,50	100,54	7,58	0,17	347
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BBB-	99,41	99,66	7,01	3,31	281
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BBB-	99,72	99,97	7,52	6,33	305
Transneft-12 EUR	6/27/2012	700	5,381	A2/BBB+/-	100,36	98,31	5,85	4,08	173
Transneft-12 \$	6/27/2012	500	6,103	A2/BBB+/-	101,80	99,04	6,37	4,06	213
Transneft-14 \$	3/5/2014	1 300	5,670	A2/BBB+/-	94,85	95,10	6,64	5,32	230
Telecommunications									
MegaFon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	Ba3/BB	101,99	102,24	6,96	2,01	282
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	101,03	101,09	6,95	0,39	278
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	102,37	102,62	7,46	2,62	329
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	101,09	101,34	7,67	3,63	344
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/BB-	101,57	101,66	7,45	0,56	325
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/BB-	102,50	102,80	7,96	2,87	379
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba2/BB+	104,65	104,90	7,08	1,59	293
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba2/BB+	101,87	102,12	7,09	2,17	294
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba2/BB+	102,46	102,71	7,63	3,35	342
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba2/BB+	100,97	101,22	8,07	6,01	361
Industrials									
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	100,83	100,93	6,73	0,63	253
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	109,43	109,68	7,15	5,24	278
Eurochem-12 \$	3/21/2012	300	7,875	-/BB-/BB-	96,03	96,28	8,92	3,59	469
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	Ba3/BB	106,44	106,69	7,13	1,704	299
Evrzholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	99,54	99,79	8,31	5,709	387
Kazanorgsintez-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	99,05	99,55	9,45	3,273	524
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	101,14	101,39	6,46	1,84	232
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba2/BB/BB	100,41	100,57	7,53	1,03	335
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	Ba2/BB	101,80	102,15	7,18	1,36	302
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	Ba2/BB/BB-	106,78	107,28	7,86	4,80	352
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB+	99,43	99,68	7,78	3,994	357
SUEK-08	10/24/2008	175	8,625	-	100,00	100,27	8,48	1,029	431
TMK-08 \$	9/29/2009	300	8,500	B1/BB-/	100,79	101,04	8,01	1,797	387
Consumer/Retail									
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	Ba3/BB-/	100,47	100,58	7,69	0,66	350
Rolf-10 \$	6/28/2010	250	8,250	Ba3/BB-/	95,99	96,49	9,81	2,41	565
Banks									
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	Baa3/-/A-	101,91	102,14	7,37	1,41	321
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba2/-/BB-	99,28	99,44	8,58	1,04	441
Ak Bars-10 \$	6/28/2010	250	8,250	Ba2/BB-e/-	96,81	97,06	9,51	2,41	536
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba1/BB/BB-	99,47	99,66	8,28	0,77	410
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba1/-/BB-	97,90	98,27	8,89	1,83	475
Alfa Bank-12 \$	6/25/2012	500	8,200	Ba1/BB-/	93,56	94,06	9,84	3,79	561
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba2/B+/B+	95,68	95,93	10,45	2,71	599

Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	102,06	102,31	6,84	1,82	270
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	100,97	101,22	6,98	2,78	281
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	99,89	100,14	7,33	4,48	304
Bank of Moscow-15 \$	11/25/2015	300	7,500	Baa1/-/BBB-	99,71	99,96	8,30	2,76	338
Bank SpB-09 \$	11/25/2009	125	9,501	Ba3/-/B	97,41	97,66	10,77	1,90	663
Bank Soyuz-10 \$	2/16/2010	125	9,375	WR/-/B-	97,32	97,57	10,58	2,12	644
Bank ZENIT-09 \$	2/16/2010	200	8,750	Ba3/-/B	98,00	98,47	9,67	1,85	553
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BBB-	100,66	100,82	6,56	1,06	239
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	94,71	94,96	7,36	5,93	294
НCFB-08 \$	2/4/2008	150	9,125	Ba3/B+	99,42	99,48	10,43	0,39	626
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	100,31	100,44	6,43	0,85	225
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB-	98,63	98,88	7,28	2,68	249
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba2/B+/B+	99,25	99,61	9,92	3,12	572
MBRD-09 \$	6/29/2009	100	8,800	B1/-/B+	98,19	98,43	9,82	1,61	568
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	98,22	98,59	9,28	1,50	513
Nomos-10 \$	2/2/2010	200	8,188	Ba3/B+	96,40	96,65	9,84	2,11	569
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B+	97,03	97,28	10,90	3,19	640
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	97,55	97,89	9,60	1,38	545
Petrocommerce-09 \$	12/17/2009	425	8,750	Ba3/B+	97,21	97,46	10,08	1,98	593
Promsviazbank-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B+	97,18	97,43	9,78	2,54	562
Promsviazbank-11 \$	10/20/2011	225	8,750	Ba3/B+	95,45	95,70	10,08	3,25	587
Promsviazbank-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/B-	96,55	96,80	10,53	3,59	629
Renaissance-09 \$	11/17/2009	250	8,750	Ba3/-/B	97,21	97,69	10,06	1,90	592
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	101,03	101,28	6,47	2,81	230
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	102,37	102,62	6,64	4,54	235
Rusagrobank-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/BBB	98,07	98,32	7,94	3,35	329
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/BB-	99,99	100,01	7,54	0,06	344
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/BB-	99,39	99,48	9,04	0,58	484
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/BB-	92,04	92,29	10,53	2,57	637
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/BB-	93,52	93,77	10,76	2,95	657
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B	93,32	93,57	10,84	5,47	640
Russian Standard-9 E	9/16/2009	400	6,825	Ba2/BB-	93,33	93,58	10,58	1,66	655
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba2/BB	102,04	102,29	8,58	1,81	454
Slavinvestbank-09 \$	12/21/2009	100	9,875	B1/-/B- /*+	98,03	98,28	10,79	1,96	665
Sibacadembank-09 \$	5/12/2009	351	9,000	Ba3/-/B	98,43	98,66	9,94	1,48	579
Sibacadembank-11 \$	11/16/2011	300	8,300	-/-/B	93,92	94,42	10,05	3,14	594
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	A2/BBB	100,33	100,58	6,89	2,22	-
Tatfondbank-10 \$	4/26/2010	200	9,750	B2/-/-	97,99	98,49	10,52	2,19	637
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	100,61	100,79	6,28	1,18	211
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	103,98	104,23	6,35	3,41	214
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	100,68	100,93	7,10	2,20	181
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	97,72	97,97	6,42	6,01	220
Ursa bank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-	100,70	100,87	8,54	0,65	435

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Еврооблигации развивающихся рынков

Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

Котировки еврооблигаций развивающихся рынков

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid Price	Ask Price	YTM, %	Modified Duration
Brazil								
A-Bond	1/15/2018	4 509	8,00	BB+/Ba1/-	110,04	110,54	6,58	4,74
Brazil-40	8/17/2040	5 157	11,00	BB+/Ba1/BB+	132,16	132,31	5,86	5,66
Turkey								
Turkey-30	1/15/2030	1 500	11,88	BB-/Ba3/BB-	152,60	153,00	7,11	10,05

Источник: Bloomberg

Приложение 4. Еврооблигации стран СНГ

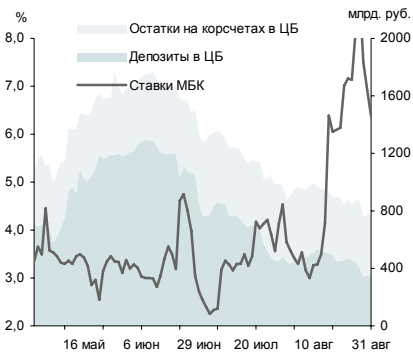
Кривая доходности еврооблигаций стран СНГ



Источник: Bloomberg

Приложение 5. Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



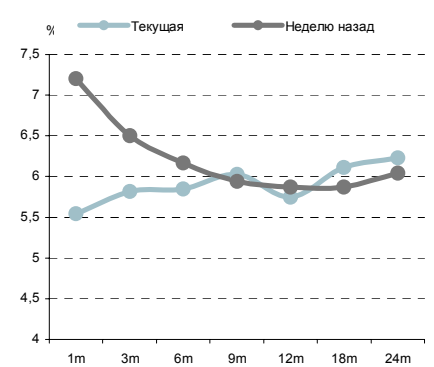
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика валютного рынка



Источник: Reuters

Кривая доходности NDF на курс руб/долл.

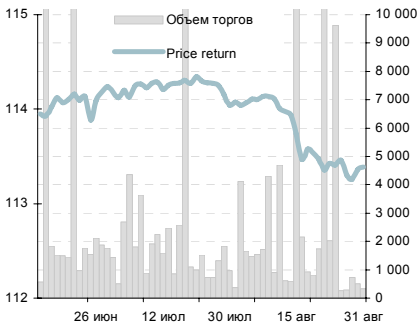


Источник: Reuters

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, % год	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			посл	ср взв		день	неделя
SU25058RMFS7	0,65	5,59	100,40	100,53	0,518	0,011	-0,100
SU25061RMFS1	2,49	6,10	99,65	99,60	0,365	0,0026	0,016
SU26199RMFS8	4,21	6,34	99,55	99,62	0,735	0,161	-0,077
SU46018RMFS6	8,33	6,62	109,75	109,75	1,948	0,080	-0,209
SU46020RMFS2	12,78	6,87	101,62	101,78	0,303	0,029	0,034
МГор40-об	0,19	6,58	100,65	100,65	0,986	-	0
МГор29-об	0,80	4,52	104,43	104,43	2,384	-	-
МГор38-об	2,89	6,42	110,88	110,87	1,808	-	-0,17
МГор44-об	5,87	6,58	108,80	108,80	1,863	0	0,05
РЖД-02обл	0,27	7,13	100,07	100,13	1,826	-	-0,18
ФСК ЕЭС-03	1,23	7,02	100,15	100,22	1,498	0,17	0,05
ГАЗПРОМ А6	1,84	6,73	100,80	100,59	0,419	0,10	0,04
ГАЗПРОМ А8	3,60	7,10	100,00	100,07	2,301	-0,03	0,17
АИЖК 9об	5,59	7,73	99,75	99,88	0,328	0,08	-0,12

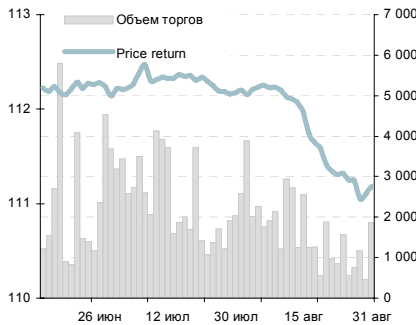
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI OFZ и объема торгов в сегменте



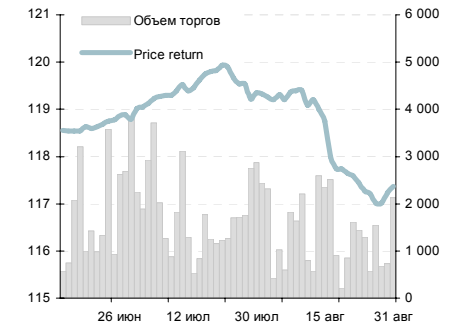
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI Muni и объема торгов в сегменте



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика индекса ZETBI Corp 10 и объема торгов в сегменте *



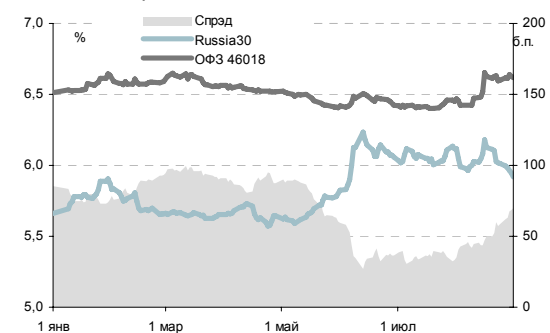
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Ближайшие первичные размещения

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор
12 сен	ОФЗ 46018	17 000	Минфин
12 сен	ОФЗ 46020	22 000	Минфин
3 кв 07	Генерирующая компания	2 000	Банк ЗЕНИТ
3 кв 07	Провиант Финанс	1 000	Атон, Ист Кэпитал
3 кв 07	УК Сенатор	1 000	Ист Кэпитал
3 кв 07	Агрика ПП-2	2 500	Ак Барс Банк

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика спреда ОФЗ 46018 и Russia 30



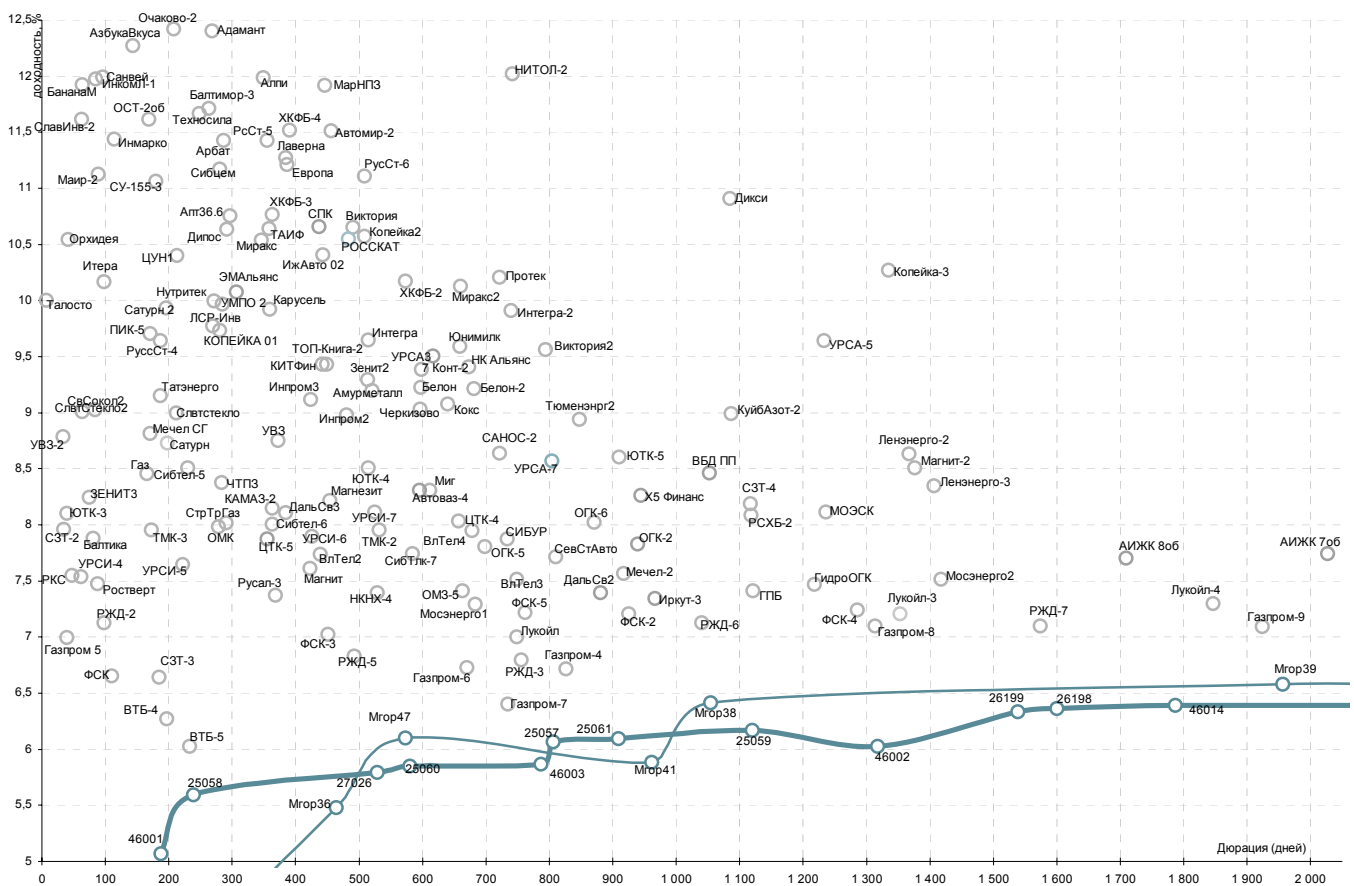
Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

* Объем торгов для ZETBI Corp 10 соответствует только входящим в индекс бумагам



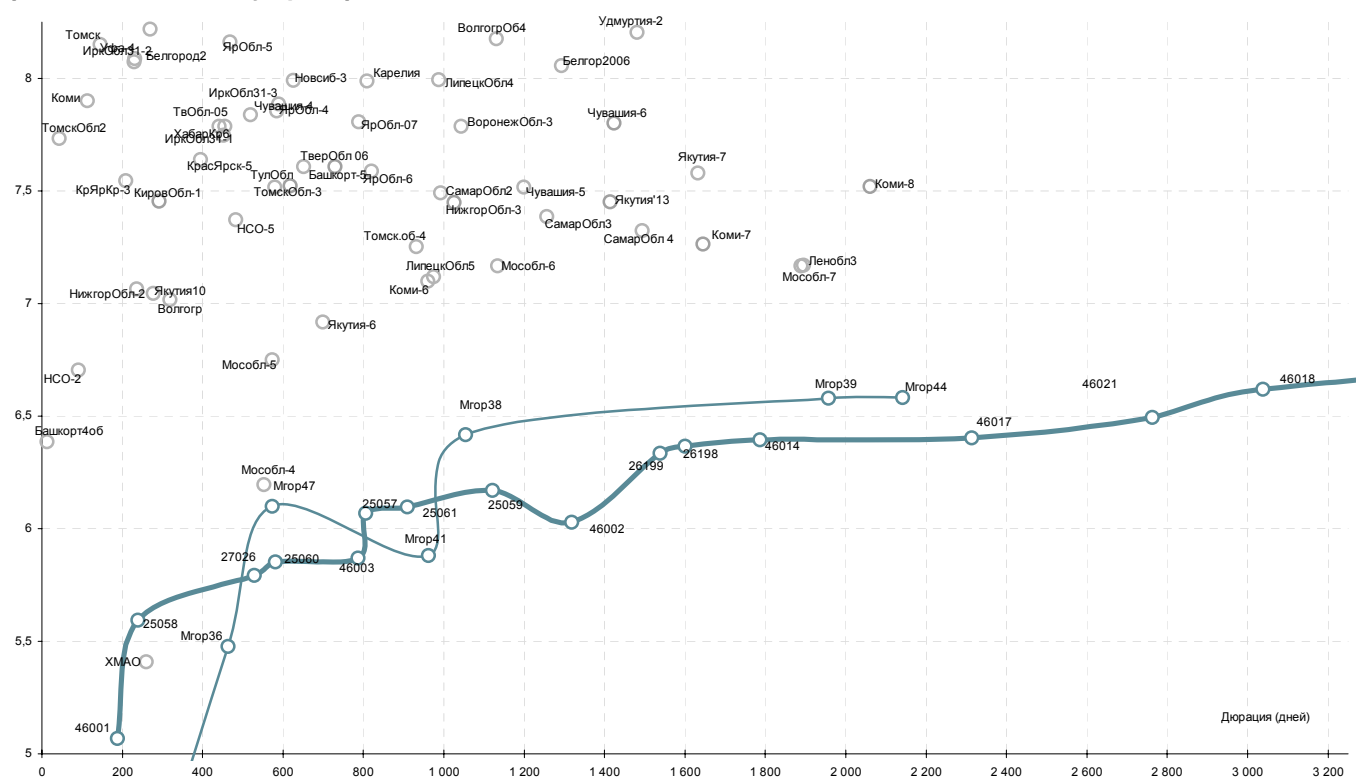
Приложение 6. Российский долговой рынок

Кривая доходности корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кривая доходности субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

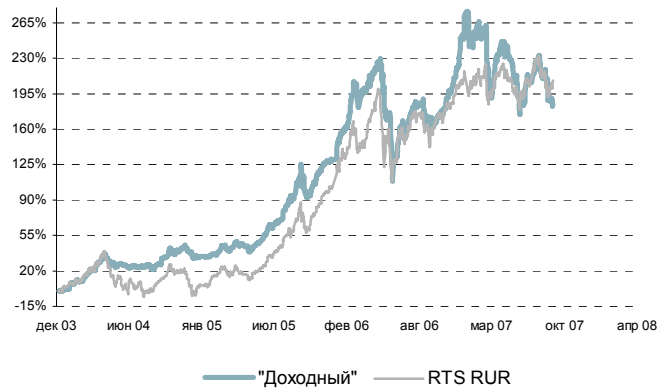


ТНИКОЛЬ-Ф1	14.11.2007	10,00	803	257	9	24,49	99,10	99,11	2,932	-0,34	-0,64	-	11,62	0,68
Топкнига-2	13.12.2007	10,51	1196	468	1	0,01	101,50	101,50	2,246	0,00	0,00	-	9,43	1,21
Трансмаш-2	14.02.2008	8,60	1259	531	12	0,50	100,00	99,95	0,353	-	0,15	-	8,82	1,39
Тюменэнрг2	04.10.2007	7,70	1672	944	1	51,06	97,60	97,60	3,122	-	1,10	-	8,94	2,32
УГМК-УЭМ01	04.09.2007	8,25	1642	914	0	0,00	99,90	99,95	4,023	-	-0,30	-	8,44	2,23
УМПО 2	20.12.2007	9,50	839	293	2	68,87	99,80	99,80	1,848	-	0,04	-	9,97	0,78
УралВагЗФ	02.10.2007	9,40	396	0	2	6,28	100,83	100,83	3,863	-	0,13	8,75		1,02
УралСвзИн4	01.11.2007	9,99	62	0	2	3,12	100,37	100,37	3,284	0,09	0,28	7,54		0,17
УралСвзИн5	18.10.2007	9,19	230	0	4	33,24	101,09	101,00	3,374	-	-0,02	7,65		0,61
УрСИ сер06	22.11.2007	8,20	1539	447	3	89,88	100,50	100,50	2,224	-	0,45	-	7,90	1,17
УрСИ сер07	18.09.2007	8,40	1656	564	0	0,00	100,25	100,63	3,774	-	-0,37	-	8,11	1,44
УРСАБанк 2	14.09.2007	7,60	469	0	0	0,00	99,00	99,00	1,603	-	0,00	8,67		1,26
УРСАБанк 3	06.12.2007	9,60	643	0	0	0,00	100,65	100,65	2,236	-	0,12	9,39		1,64
УРСАБанк 5	23.10.2007	10,05	1509	0	5	8,84	102,20	102,09	3,552	-0,01	-0,74	9,64		3,38
УРСАБанк 6	25.10.2007	7,65	237	0	0	0,00	99,75	99,76	0,755	-	-	8,23		0,72
ФСК ЕЭС-01	18.12.2007	8,80	109	0	0	0,00	100,60	100,60	1,760	-	0,10	6,65		0,30
ФСК ЕЭС-02	25.12.2007	8,25	1026	0	14	447,70	103,02	102,92	1,492	0,27	0,05	7,21		2,54
ФСК ЕЭС-03	14.12.2007	7,10	469	0	6	382,37	100,15	100,22	1,498	0,17	0,05	7,02		1,23
ФСК ЕЭС-04	11.10.2007	7,30	1497	0	6	90,51	100,70	100,64	2,820	0,18	-0,01	7,24		3,52
ФСК ЕЭС-05	04.12.2007	7,20	823	0	6	684,81	100,20	100,21	1,716	0,08	0,17	7,22		2,09
ХолидФин1	04.10.2007	11,15	944	398	14	24,91	99,15	99,26	4,521	-	1,01	-	12,22	1,01
ХКФ Банк-2	13.11.2007	9,25	984	620	7	89,47	98,00	98,94	2,737	0,19	-0,86	-	10,17	1,57
ХКФ Банк-3	20.09.2007	9,45	1112	384	10	0,44	98,70	99,10	1,838	0,23	0,20	-	10,77	1,00
ХКФ Банк-4	18.10.2007	9,95	1503	412	23	176,43	99,00	98,81	1,199	0,11	-0,39	-	11,52	1,07
ЦентрТел-4	19.02.2008	13,80	721	0	5	62,74	110,65	110,63	0,416	0,05	-0,37	8,03		1,80
ЦентрТел-5	04.09.2007	8,09	1460	368	0	0,00	100,35	100,35	3,945	-	0,00	-	7,87	0,97
ЦУН 01 обл	25.10.2007	11,25	965	237	0	0,00	100,50	100,50	3,914	-	0,00	-	10,40	0,58
ЦУН 02 обл	23.01.2008	11,19	873	327	0	0,00	99,40	98,70	1,134	-	0,00	-	12,97	0,89
Челябэнрг1	15.11.2007	8,40	986	258	0	0,00	100,38	100,38	2,439	-	0,00	-	7,98	0,72
ЭлемЛиз-01	26.09.2007	12,50	936	208	0	0,00	100,22	100,21	2,226	-	0,04	-	12,65	0,55
ЭМАльянс 1	11.01.2008	10,00	1407	315	3	11,25	100,00	100,11	1,342	-	0,16	-	10,08	0,84
ЭнергоСт-1	23.11.2007	9,50	1358	448	0	0,00	99,30	99,30	2,551	-	-0,68	-	10,35	1,17
Эрконпрод1	13.09.2007	11,40	741	195	0	0,00	99,50	99,50	5,278	-	-0,08	-	12,74	0,51
ЭФКО-02 об	25.01.2008	10,50	875	147	0	0,00	100,00	100,00	1,007	-	0,00	-	10,42	0,42
Юниаструм	19.02.2008	11,00	536	0	0	0,00	100,19	100,19	0,301	-	0,48	11,15		1,39
Юниаструм2	17.10.2007	10,90	962	413	0	0,00	100,60	100,28	4,061	-	0,00	-	10,89	1,08
ЮТК-03 об.	09.10.2007	10,90	771	39	3	27,19	100,28	100,26	4,300	0,04	0,00	-	8,10	0,11
ЮТК-04 об.	12.09.2007	10,00	831	0	0	0,00	102,50	102,49	2,164	-	-0,24	8,51		1,41
ЮТК-05 об.	05.12.2007	7,55	1734	1006	2	0,01	97,87	97,86	1,779	-	-1,64	-	8,61	2,49
Якутскэн02	13.09.2007	8,59	1651	559	0	0,00	100,00	100,00	3,977	-	0,00	-	8,77	1,44

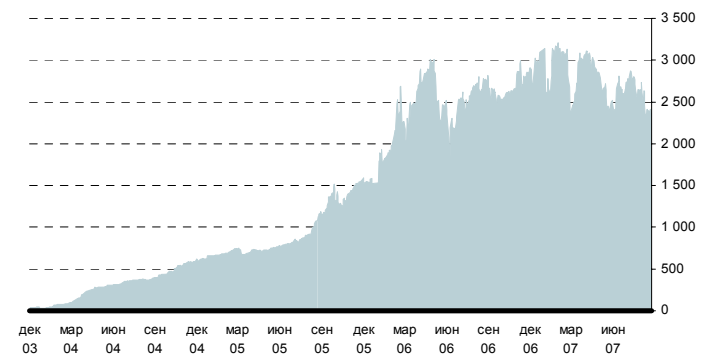
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Приложение 7. ОФБУ Банка ЗЕНИТ

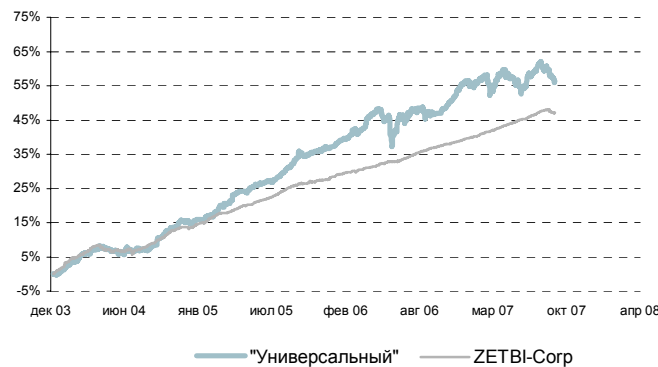
ОФБУ "Доходный"



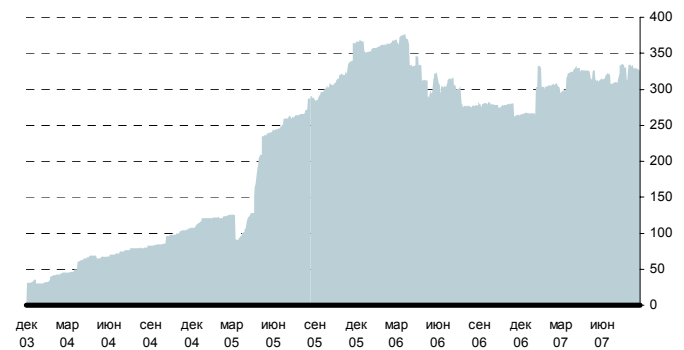
Стоимость чистых активов фонда "Доходный" млн. руб.



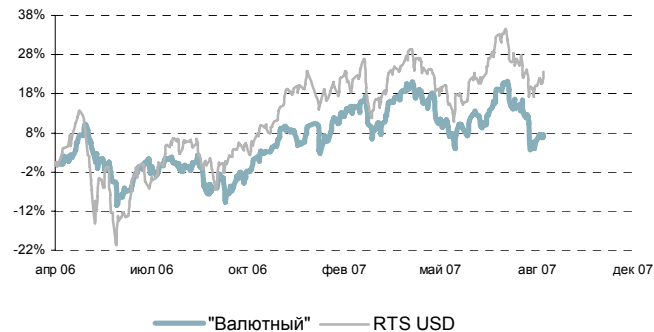
ОФБУ "Универсальный"



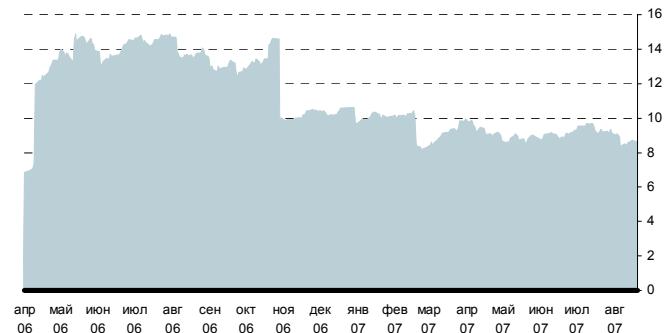
Стоимость чистых активов фонда "Универсальный" млн. руб.



ОФБУ "Валютный"



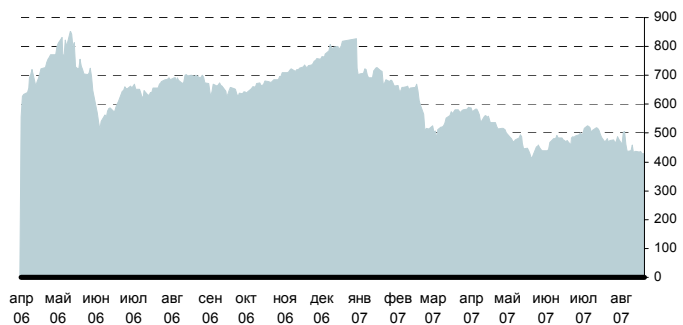
Стоимость чистых активов фонда "Валютный" млн. дол.



ОФБУ "Перспективный"

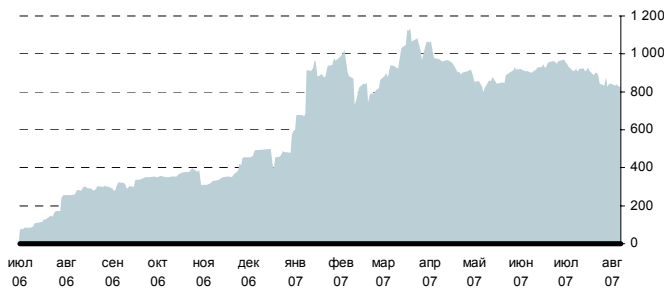
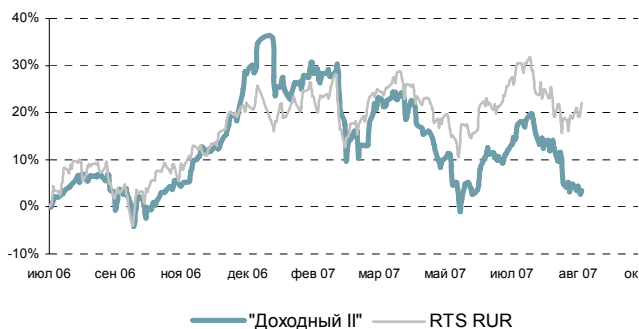


Стоимость чистых активов фонда "Перспективный" млн. руб.



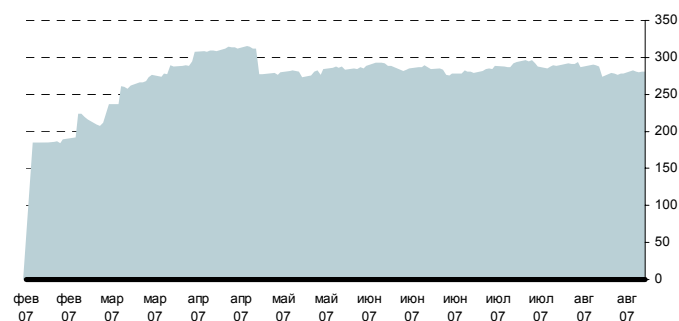
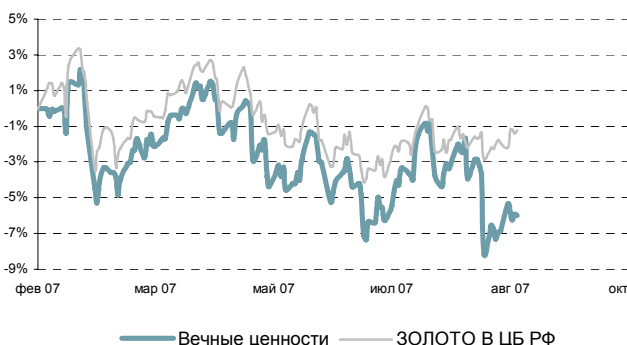
ОФБУ "Доходный II"

Стоимость чистых активов фонда "Доходный II" млн. руб.



ОФБУ "Вечные ценности"

Стоимость чистых активов фонда "Вечные ценности" млн. руб.



Изменение стоимости пая

Фонд (ОФБУ)	Стратегия	С начала работы Фонда*	С начала года**	1 день	1 мес.	6 мес.**	1 год.**	Доля риска в цене, %	Коэффициент Шарпа **
Доходный	Агрессивная	184,57%	-23,25%	0,58%	-8,09%	-1,90%	0,23%	38,28	1,11
Универсальный	Умеренная	56,25%	-0,06%	0,16%	-1,97%	1,61%	5,57%	14,37	0,56
Перспективный	Фонд производных инструментов	-22,68%	-28,65%	0,41%	-8,34%	-10,06%	-14,01%	10,03	-2,33
Валютный	Агрессивная	7,53%	-1,86%	0,77%	-5,94%	0,95%	7,95%	7,38	-0,21
Доходный II	Агрессивная	3,47%	-23,29%	0,85%	-7,93%	-5,63%	-2,93%	8,16	0,39
Вечные ценности	Индексный фонд золота	-6,01%	-	-0,10%	-2,72%	-0,75%	-	2,36	-
RTS USD ***	Индекс РТС	255,85%	-0,11%	2,10%	-1,88%	8,86%	18,02%	45,35	1,36
RTS RUR***	Индекс РТС рубли	208,02%	-2,87%	1,65%	-1,69%	6,51%	13,22%	41,65	1,17
ZETBI-Corp	Индекс облигаций	47,22%	5,49%	0,08%	-0,37%	3,92%	8,44%	10,80	0,52
Золото	Котировка в ЦБ РФ	-1,24%	2,27%	0,16%	0,52%	-	-	1,71	-

(*) Начало работы ОФБУ "Доходный" и "Универсальный" - 08.12.2003

Начало работы ОФБУ "Валютный" и "Перспективный" - 11.04.2006

Начало работы ОФБУ "Доходный II" - 24.07.2006

Начало работы ОФБУ "Вечные ценности" - 09.02.2007

(**) Если в ячейке стоит "-", значит недостаточно статистических данных

(***) Для сравнения с рублевыми фондами используется индекс RTS RUR, для сравнения с валютным фондом - RTS USD

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.lityakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.