

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежедневный Обзор

Мы оцениваем справедливую доходность по планируемому выпуску 3-летних еврооблигаций Банка Ак Барс на уровне 7.5-7.75%. *(Подробнее стр. 4 ↗)*

Кредитный комментарий: Красноярский Край, Мир Финанс, Разгуляй, ЕПК
(Подробнее стр. 6 ↗)

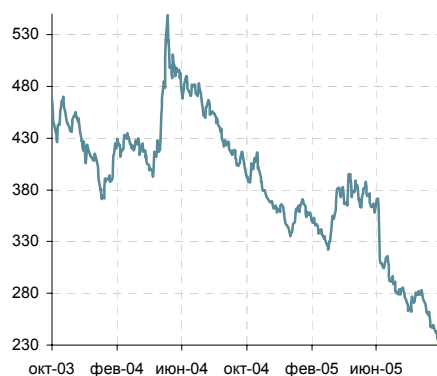
В ноябре – декабре текущего года агрохолдинг «Моссельпром» планирует разместить дебютный выпуск облигаций на 1 млрд. руб. /Rusbonds/

Совет директоров ОАО «Мотовилихинские заводы» утвердил решение о размещении трехлетних облигаций на сумму 1.5 млрд. руб. /Rusbonds/

Содержание:

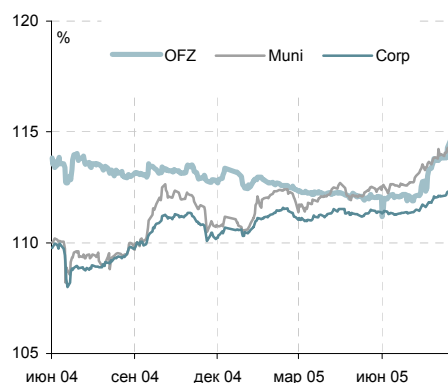
Новости	2
Мировые рынки	3
Российский долговой рынок	5
Кредитный комментарий	6
Приложение	9

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

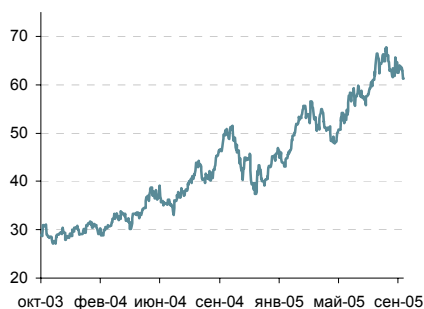
www.zenit.ru

Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	10/4/2005	4,21	0	47	158
UST 10 yr	10/4/2005	4,37	-2	34	19
UST 30 yr	10/4/2005	4,60	-2	30	-33
Bund 2 yr	10/3/2005	2,42	2	29	-16
Bund 10 yr	10/3/2005	3,19	4	14	-80
Bund 30 yr	10/3/2005	3,63	4	8	-101
Fed Fund	10/3/2005	3,75	0	25	200
Libor 1 mo	10/3/2005	3,88	1	21,0	205
Libor 6 mo	10/3/2005	4,27	2	44,1	208
Libor 12 mo	10/3/2005	4,48	5	57	203
S&P 500	10/5/2005	1214,47	-1,00%	-0,29%	7,05%
Nasdaq Composite	10/5/2005	2139,36	-0,75%	-0,08%	9,40%
RTS	10/4/2005	1045,02	0,60%	14,82%	54,96%
EURUSD	10/5/2005	1,1954	0,30%	-4,69%	-2,91%
USDJPY	10/5/2005	113,87	-0,33%	4,31%	2,45%
USDRUB	10/5/2005	28,60	-0,13%	1,56%	-2,12%
EURRUB	10/5/2005	34,19	0,21%	-3,16%	-4,97%
Brent 1m Future	10/5/2005	61,28	0,10%	-5,51%	30,02%
Gold	10/5/2005	465,23	-0,22%	4,46%	11,10%

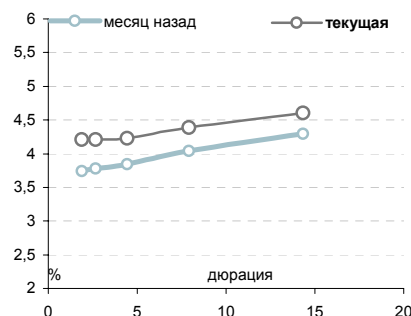
Источник: Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



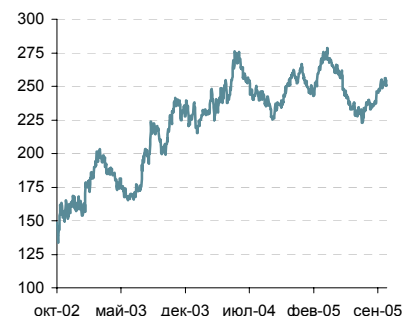
Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спрэд между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



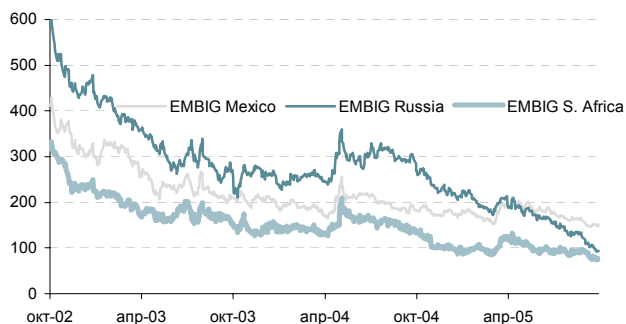
Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp				YTM	BMK UST	Spread, bp
			day	week	month	year			
Russia-30*	10/4/2005	114,40%	0	-55	-49	1734	5,34	UST10	97
C-Bond*	10/3/2005	100,21%	0	-11	-48	36	6,22	UST5	199
UMS-31*	10/3/2005	124,23%	-62	-60	-338	1008	6,37	UST30	177
Turkey-30*	10/4/2005	148,94%	63	183	535	1118	7,47	UST10	310
Venezuela-27*	10/3/2005	116,42%	-1	95	433	1574	7,69	UST10	450
EMBIG	10/4/2005	238	7	-4	3	-109	-	-	-
EMBIG Russia	10/4/2005	93	0	-4	1	-120	-	-	-
EMBIG Brazil	10/4/2005	349	12	-3	8	-27	-	-	-
EMBIG Mexico	10/4/2005	152	4	1	3	-22	-	-	-
EMBIG Turkey	10/4/2005	220	-2	-21	-17	-44	-	-	-
EMBIG Venezuela	10/4/2005	316	19	-16	13	-87	-	-	-

* - Указаны котировки

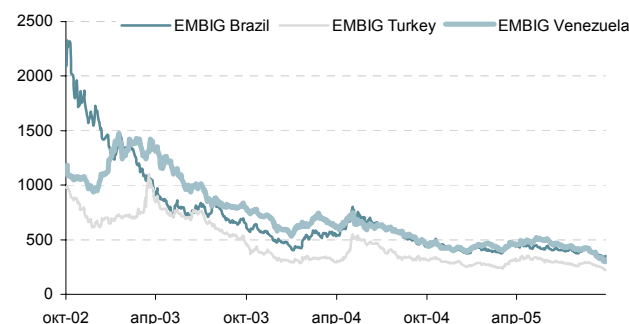
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

Рынок еврооблигаций

Динамика базовых активов

Несмотря на комментарии со стороны представителей ФРС, расстановка на рынке Treasuries не претерпела существенных изменений. Сантомеро в своей речи в Пенсильвании заявил, что ФРС должна повышать ставку, чтобы сохранить инфляцию на низком уровне в условиях растущей экономики и нефтяных цен. Об увеличивающемся инфляционном давлении участники рынка услышали и от Ричарда Фишера, вновь отметившего, что инфляция достигла верхней границы допустимого, по мнению ФРС, диапазона. Кроме того, в интервью Reuters президент ФРБ Атланты Джэк Гуин выразил озабоченность инфляционными рисками для экономики, в связи с чем у регулятора сохраняется необходимость продолжения повышения ставки.

Однако инвесторы вчера проигнорировали агрессивный тон чиновников ФРС, поскольку, по всей видимости, после обвального поведения бумаг (доходность UST10 за последние 3 дня сентября выросла на 13 б.п.) пребывают в ожидании пятничных данных по рынку труда. В результате доходность 2-летних бумаг с предыдущего уровня 4.21% не изменилась, доходность 10-летних – снизилась на 2 б.п. до 4.37%.

После закрытия торгов, были опубликованы данные по продажам транспортных средств в сентябре: общие продажи снизились с 16.8 млн. до уровня 16.4 млн. (ожидания 16 млн.), а продажи машин произведенных в США с 13.3. млн. до 13 млн. (ожидания 12.8 млн.).

Сегодня в центре внимания инвесторов будет индекс деловой активности в сфере услуг ISM Non-Manufacturing: ожидается, что по итогам сентября значение индекса снизилось с 65 п. до 60 п.

Что же касается общей оценки дальнейшего развития событий на рынке Treasuries, то итоговый протокол сентябрьского заседания и последние заявления официальных представителей ФРС говорят об однозначном продолжении борьбы с инфляцией путем повышения ставки, что, на наш взгляд, является основным фактором в пользу продолжения роста доходностей казначейских бумаг.

Развивающиеся рынки

В отсутствие четких сигналов с рынка базовых активов инвесторы в развивающиеся рынки продемонстрировали желание зафиксировать прибыль после длительного роста, что вызвало расширение спредов. Аутсайдером торгов стали бумаги Венесуэлы, расширившие спред на 19 б.п. на фоне снижения цен на нефть и заявления президента Чавеса о продаже Центробанком Treasuries в пользу покупки долгов других стран. Спреды Бразилии и Мексики расширились на 12 б.п. и 4 б.п. соответственно. Лишь Турция сохраняла позитивный настрой после начала переговоров о вступлении в ЕС, что привело суверенный спред к сужению на 2 б.п. Тем не менее, спред EMBIG расширился на 7 б.п. до 238 б.п.

Российский сегмент

Торги в российском сегменте еврооблигаций носили в целом нейтральный характер. Россия-30 снизилась на 16 б.п. до 114.187-114.5% (YTM 5.33%), при этом спред к 10-летним казначейским бумагам расширился до 96 б.п.

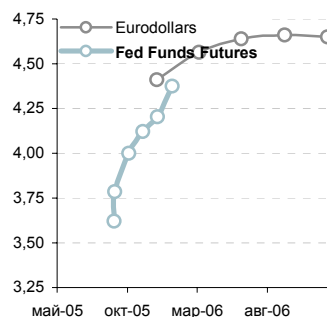
В корпоративном секторе настроения инвесторов носили негативную окраску: сильнее остальных снизились бонды ВТБ-11 (-75 б.п., 109.25-109.75%, YTM 5.57%) и Системы-08 (-75 б.п., 108.25-109%, YTM 6.31%). Тем не менее, подобная динамика не отразилась на спреде индекса RUBI, сохранившего за собой уровень 172 б.п.

На текущей неделе проходит road-show 3-летних еврооблигаций Банка Ак Барс объемом предположительно \$150 млн. Банк по итогам первого полугодия 2005 года занимает 20 место среди российских банков по размеру активов (52.518 млрд.р.) и является вторым по значимости в Республике Татарстан (В/Ва1/ВВ). В состав акционеров банка входят крупнейшие предприятия республики, в частности Татнефть (29.46%) и Нижнекамскнефтехим (7.49%), что может быть дополнительным плюсом в оценке его кредитного качества. Банк имеет рейтинг «Ва3» от Moody's и «В» от Fitch. Близким по кредитному качеству можно считать ХКФ-Банк (Ва3/В-). Несмотря на более скромные размеры, последний входит в состав крупной чешской финансовой группы PPF, в связи с чем мы считаем, что Ак Барк будет нести премию 25-50 б.п. к ХКФ-Банку. Мы оцениваем справедливую доходность по планируемому выпуску на уровне 7.5-7.75%.

Что же касается перспектив рынка, то, на наш взгляд, в условиях столь резкого падения Treasuries увеличились риски фиксации прибыли в секторе развивающихся рынков, в частности, в российском сегменте, поэтому мы на данный момент предпочитаем занимать выжидательную позицию. В корпоративном секторе мы считаем привлекательными для инвестирования бонды Вымпелкома, Северстали-14, Синека-15, а также бумаги Промсвязьбанка-10.

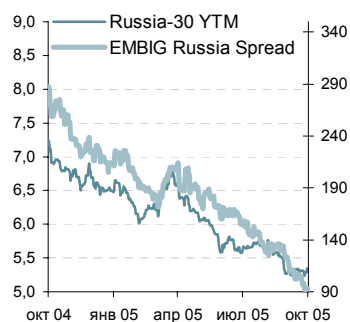
Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Кривая фьючерсов на процентную ставку



Источник: Bloomberg

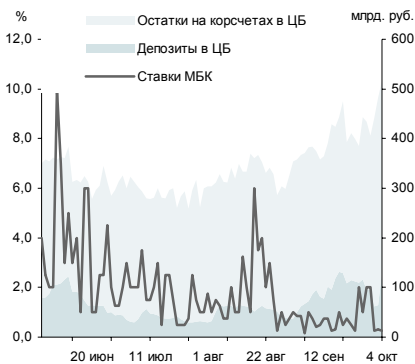
Доходность России-30 и динамика спреда российского сегмента



Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

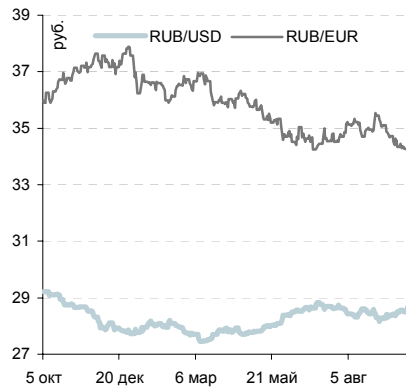
Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



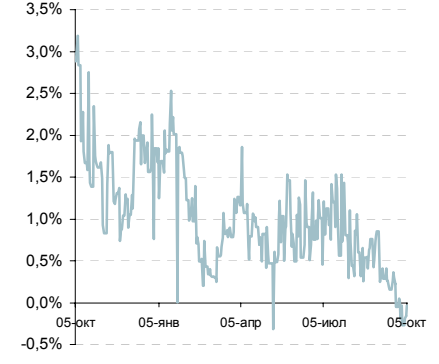
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса рубля к доллару и евро



Источник: Bloomberg

Премия годовых NDF на RUR/USD к текущему курсу

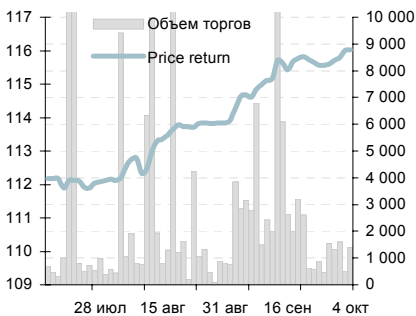


Источник: Bloomberg

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, % год	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			посл	ср взв		день	неделя
SU45002RMFS1	0,82	4,91	104,17	104,17	1,700	-	0,060
SU25058RMFS7	2,37	5,92	101,23	101,20	1,070	-0,010	0,453
SU46014RMFS5	6,05	6,66	111,38	111,17	0,548	-0,100	0,595
SU46017RMFS8	7,11	6,67	107,80	107,85	1,249	-0,018	0,912
МГор28-об	0,22	2,68	102,75	102,75	0,370	-	-0,5
МГор32-об	0,62	4,57	103,45	103,44	1,096	-0,01	0,04
МГор29-об	2,36	6,00	110,10	109,96	3,315	0,07	0,28
МГор38-об	4,18	6,61	115,40	115,26	2,740	0,67	0,99
МГор39-об	6,24	6,75	113,00	112,80	2,055	0,1	1,14
ГАЗПРОМ А2	0,08	4,31	100,90	100,90	6,250	-	-1,2
УралСвзИн6	0,75	7,05	105,50	105,48	3,006	0,05	-0,06
ГАЗПРОМ А3	1,24	5,98	102,75	102,71	1,533	-	0,16
ГАЗПРОМ А5	1,84	6,10	102,95	102,95	3,634	-	0,45
ГАЗПРОМ А4	3,74	6,96	105,20	105,10	1,081	-	-0,01

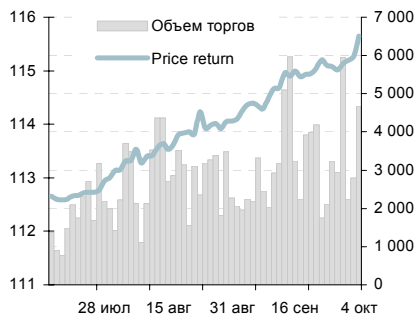
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI OFZ и объема торгов в сегменте



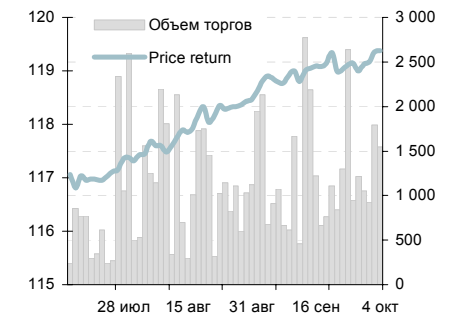
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI Muni и объема торгов в сегменте



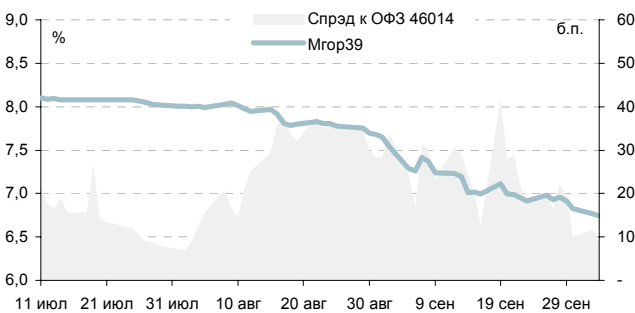
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика индекса ZETBI Corp 10 и объема торгов в сегменте *



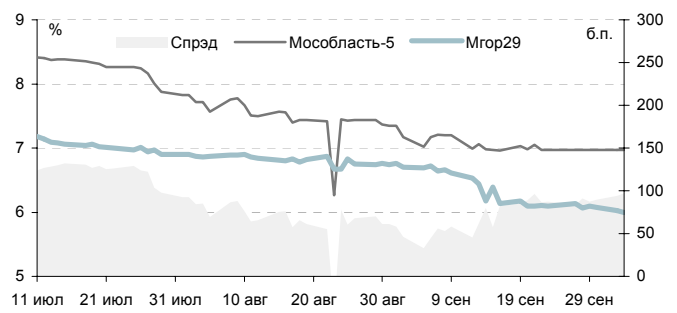
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика доходности облигаций Москвы-39 и их спреда по отношению к ОФЗ 46014



Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
объем торгов для ZETBI Corp 10 соответствует только входящим в индекс бумагам

Динамика доходности облигаций Московской области-5 и Москвы-29



Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Российский долговой рынок

Денежный рынок продолжает ставить новые рекорды: вчера сумма остатков на корп. счетах и депозитах банков выросла до 547.7 млрд. рублей, увеличившись за день сразу на 103 млрд. Крайне высокая ликвидность денежного рынка была характерна для четвертого квартала и раньше – но в прошлом году отметка в 500 млрд. рублей была превышена лишь в ноябре. На этом фоне сомневаться в сохранении избыточного спроса на рублевые бумаги, как на первичных аукционах, так и на вторичном рынке, не приходится – по всей видимости, испортить сложившуюся картину на рынке долга сможет разве что резкая смена девальвационных ожиданий под влиянием существенного и долгосрочного роста доллара к мировым валютам и, как следствие, к рублю. В то же время, в последние дни курс доллара, начавший было очередное наступление на FOREX, консолидировался на достигнутых уровнях, дав участникам рынка рублевого долга понять, что пока какие-либо поводы для опасений отсутствуют. В итоге вчера на рынке наблюдались довольно активные покупки – преимущественно, в длинных ликвидных голубых фишках и выпусках второго эшелона.

В частности, 39 и 38 серии Москвы закончили день ростом котировок (по последней сделке) в пределах 70 б.п. – 85 б.п., Москва-29 выросла на 25 б.п., облигации ФСК-2 прибавили в цене 23 б.п. В лидерах по оборотам оказались облигации Мособласти-5: вчера состоялась амортизация 25% выпуска, в результате чего дюрация увеличилась до 1152 дней (чуть длиннее, чем Мособласть-4), а цена выросла 2.98%. Доходность по последней сделке составила 6.84% годовых – адекватный на наш взгляд уровень с учетом изменения в дюрации.

В корпоративных бумагах спрос присутствовал в длинных сериях второго эшелона: САНОС-2 (+35 б.п.), ЦТК-4 (+10 б.п.), Стройтрансгаза (+25 б.п.), ЧТПЗ (+15 б.п.). Кроме того, в лидерах по оборотам оказались облигации Группы Миракс, начавшие вчера вторичное обращение: в первый день торгов бумага выросла на 2%, доходность к оферте опустилась до 10.3% годовых, что близко к адекватному уровню в текущих рыночных условиях.

В ближайшие два дня избыточный спрос инвесторов частично будет удовлетворяться за счет первичных размещений. В частности, сегодня размещается Уралвагонзавод (наша оценка доходности к оферте –10.86%-10.11% годовых, см. вчерашний комментарий) и Красноярский Край-3.

В качестве ориентиров по доходности для нового выпуска Красноярского Края можно рассматривать первые два выпуска эмитента: доходность облигаций первой серии к погашению в декабре текущего года вчера составляла 6%, второй выпуск торговался с доходностью 6.71% к погашению в октябре 2006 г. Мы полагаем, что премия за более длинную дюрацию к облигациям Красноярский Край-2 на уровне 50 б. п. – 75 б. п. является вполне адекватной. Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность облигаций Красноярский Край-3 на уровне 7.21% - 7.46% годовых.

Что касается выпусков, размещающихся в четверг, мы оцениваем справедливую доходность по облигациям Разгуляя, Мир-Финанс и ЕПК в диапазонах 11.5%-12% годовых к оферте, 10.26%-10.51% годовых к оферте и 9.37%-9.77% к оферте соответственно (см. «Кредитный комментарий»).

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	116,03	0,02%	0,41%
Zetbi Muni	115,65	0,33%	0,50%
Zetbi Corp	112,58	0,02%	0,12%
Zetbi Corp10	119,38	0,02%	0,21%

Источник: Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
Мос. обл. 5в	1616,45	2,41
МГор39-об	928,70	0,10
МГор31-об	705,46	-
МГор38-об	429,75	0,67
МГор29-об	416,07	0,07

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
ФСК ЕЭС-02	876,11	0,03
Миракс 01	319,86	2
САНОС-02об	237,44	0,3
ЦентрТел-4	150,24	-0,26
НортгазФин	116,55	-

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кредитный комментарий

Сразу три размещения должны состояться в корпоративном сегменте в четверг: впервые на рынок облигаций выходят Группа компаний «МИР» и Европейская подшиппинговая корпорация, планирующие привлечь по 1 млрд. руб. сроком на два и три года соответственно. Кроме того, второй выпуск трехлетних облигаций в объеме 2 млрд. руб. предлагает инвесторам Группа «Разгуляй-УКРРОС».

Группа «МИР» привлекает средства через SPV ООО «МИР-Финанс», при этом центр консолидации выручки и прибыли, ООО «Мовитрейд», и держатель недвижимых активов, ООО «Магазины электроники «МИР», выступают поручителями по займу.

По итогам 2004 г. доля Группы «МИР» на рынке розничных продаж бытовой электроники и техники составила 3%, что обеспечило компании четвертое место среди крупнейших игроков. Позиции неоспоримого лидера занимает «Эльдорадо», контролирующее 21% рынка, второе место занимает «М-видео» с долей в 7%, на третьем находится «Техно-Сила» с долей 3.2%.

Общий объем рынка продаж непродовольственных товаров в 2004 г. составил 104 млрд. долл., около 10.5% этой суммы (~10.9 млрд. долл.) обеспечил сегмент бытовой техники и электроники. При этом потенциал роста продаж в данном сегменте в 2005-2007 гг. прогнозируется экспертами на уровне 17-18% в год. Несмотря на то, что столичный рынок еще не достиг точки насыщения, главной рыночной тенденцией является экспансия крупнейших торговых операторов в регионы. Группа «МИР» не является исключением из общего правила и перспективы своего развития в течение ближайших пяти лет связывает с открытием новых магазинов в крупнейших городах Урала, Сибири, Поволжья и Юга России, а также увеличением числа магазинов в Москве. Только к концу текущего года эмитент планирует довести общее число магазинов с 31 до 46 (с 16 до 19 в Москве и с 15 до 27 региональных), а к 2010 г. до 114.

В условиях отсутствия консолидированной отчетности общее представление о финансовом положении эмитента обеспечивает управленческая отчетность, приводимая в инвестиционном меморандуме. Согласно данной отчетности по итогам первого полугодия 2005 г. выручка компании составила 154,8 млн. долл., при этом EBITDA была на уровне 8.5 млн. долл., чистая прибыль – 1.3 млн. долл.

Принимая во внимание, что оборот за 6 месяцев составил более 52% от объема выручки прошлого года, а также, учитывая ярко выраженный сезонный характер деятельности эмитента (на второе полугодие приходится около 60% продаж, из которых 18-20% обеспечивает декабрь), вполне обоснованно можно прогнозировать рост операционных показателей по итогам текущего года. При этом оценка компании, на наш взгляд, выглядит достаточно оптимистичной. Так, эмитент ожидает увеличение выручки до 440 млн. долл., при этом EBITDA должна продемонстрировать стремительный рост до 34.96 млн. долл., а чистая прибыль до 14.56 млн. долл.

Политика агрессивной региональной экспансии и применение продвинутых способов продаж должны обеспечить позитивный эффект и выступить драйвером роста доходов компании. Однако в условиях высокой активности других участников рынка, развивающих бизнес по схожему сценарию, этот эффект, по нашему мнению, может оказаться несколько ниже ожидаемого. Таким образом, одним из ключевых рисков эмитента мы выделяем высокую зависимость от успеха реализации программы по расширению масштабов бизнеса. Влияние этого фактора усугубляется тем, что финансирование инвестиционной программы осуществляется за счет заемных средств. Кроме того, высокий уровень долговой нагрузки, обусловленный активным использованием кредитного плеча для пополнения оборотного капитала в течение года, даже при растущих операционных показателях, подчеркивает существующий риск платежеспособности. По итогам 6 мес. 2005 г. покрытие общей суммы долга EBITDA было на уровне 13.4%, а EBIT превышала сумму процентов к уплате в 1.74 раза. Эмитент ожидает, что к концу года покрытие долга прибылью до учета налогов процентов и амортизации буде на уровне 30%, а EBIT будет превышать сумму процентных расходов в 2.28 раза.

При оценке справедливой доходности облигаций Группы «МИР» мы отмечаем, что по специализации среди ритейлеров, присутствующих на долговом рынке, эмитенту ближе всего «Евросет», бумаги которой по состоянию на 04.10.2005 г. торговались с доходностью 10.76% к погашению в апреле 2006 г. Их средний спред к кривой Москвы за время обращения составил около 700 б.п. Вместе с тем, мы полагаем, что облигации Группы «МИР» должны торговаться с дисконтом на уровне 25 б.п. - 50 б.п., чему, в частности, способствует наличие у эмитента собственных активов (помещений и оборудования), рыночная стоимость которых оценена ЗАО «Аудит и консалтинг» на уровне 50 млн. долл. Мы оцениваем справедливую доходность облигаций Группы «МИР» к оферте в декабре текущего года на уровне 10.26% - 10.51% годовых.

Эмитентом по займу одного из крупнейших агропромышленных холдингов Группа «Разгуляй-УКРРОС» также выступает его SPV, «Разгуляй-Финанс». С момента образования Группы интересы были сконцентрированы, главным образом, на двух сегментах рынка с/х продукции: сахарном и зерновом. Параллельное развитие двух специализированных дивизионов обеспечило эмитенту статус одного из ведущих игроков на продовольственных рынках: в настоящее время компания контролирует около 10% рынка зерна и почти 12% рынка сахара и реализует инвестиционную программу, направленную на укрепление своих позиций.

Специфика агробизнеса, в частности, его сезонный характер и высокая зависимость от погодных условий и рыночной конъюнктуры, обуславливают существенные операционные риски, компенсировать которые компания пытается, реализуя политику агрессивных поглощений в АПК и развивая более рентабельные направления. Так, в сахарном дивизионе в качестве приоритета выделено производство сахара из отечественной сахарной свеклы на собственных заводах. Параллельно осуществляются мероприятия по модернизации производственных мощностей для сокращения сроков переработки урожая. В зерновом сегменте основное внимание сконцентрировано на расширении услуг по хранению и перевалке давальческого сырья, особенно во время государственных интервенций, а также на развитии собственного мукомольного и крупяного производства. Стоит отметить, что потенциал роста крупяного направления очень высок. В настоящее время Разгуляй является крупнейшим игроком в данном

сегменте рынка, контролируя около 15%, и имеет все предпосылки для поддержания своего лидерства.

В целом по итогам 2004 г. сахарный дивизион утратил свое доминирующее положение, его доля в выручке снизилась с 60% до 50%. По сравнению с 2003 г. оборот компании сократился на 7.5%, по данным отчетности, выручка упала с 787 млн. долл. до 728 млн. долл. Вместе с тем, развитие направлений, характеризующихся большей добавленной стоимостью, обеспечило эмитенту поддержание нормы прибыли по EBITDA на уровне 10 – 10.6% и рентабельности по чистой прибыли на уровне 6%.

В отличие от большинства представителей отрасли эмитент готовит консолидированную отчетность, аудитором которой выступает KPMG, что формирует очень позитивное впечатление о финансовом состоянии компании. Согласно отчетности, долговая нагрузка компании выглядит умеренной: debt ratio не превышает 23%, финансовые потоки, обеспечивают высокий уровень покрытия обязательств. Так, прибыль до учета процентов, налогов и амортизации покрывает общую сумму долга, которая на конец 2004 г. была на уровне 90 млн. долл., а EBIT превышает процентные расходы в 1.4 раза.

В настоящее время оценка финансового состояния Группы Разгуляй по методике Банка ЗЕНИТ с учетом корректировки на новый займ составляет 1.46, что соответствует умеренному риску. Вместе с тем, остается ряд компаний, задействованных в бизнес-процессе, которые по тем или иным причинам не консолидируются в отчетности, что «бросает тень» на финансовую прозрачность Группы.

При сравнении Группы Разгуляй с компаниями отрасли мы отмечаем, что ближайшим по масштабам бизнеса и степени диверсификации аналогом выступает Русагро, разместившая облигации в июле текущего года, которые торгуются по состоянию на 04.10.2005 г. с доходностью 11.65% годовых к офферте в январе 2007 г. Разгуляй характеризуется более высокой рентабельностью, меньшей долговой нагрузкой и наличием аудированной отчетности, что, по нашему мнению, обеспечивает дисконт в доходности не менее 75 б.п. В то же время, текущая доходность первого выпуска Разгуляя составляет на 04.10.2005 г. 10.55% годовых к погашению в июне следующего года. Мы полагаем, что справедливый спред второго выпуска облигаций Разгуляя к кривой Москвы должен составлять не менее 600-650 б.п. Таким образом, принимая во внимание, что дюрация нового выпуска составляет 525 дней, мы оцениваем справедливую доходность облигаций Разгуляй-2 офферте на уровне 11.5% - 12% годовых.

Крупнейший в России и СНГ производитель подшипников холдинг «Европейская подшипниковая корпорация» выходит на долговой рынок через свою управляющую компанию.

В настоящее время холдинг находится в стадии формирования, в его структуре уже объединены ведущие производители подшипников СНГ: ОАО «Московский подшипник», ОАО «Волжский подшипник», ЗАО «Степногорский подшипник» (Казахстан). В августе текущего года корпорация анонсировала приобретение самарского ОАО «Завод авиационных подшипников», который наряду с «Московским заводом авиационных подшипников», созданным в апреле текущего года, войдет в состав выделяемого корпорацией дивизиона спецпродукции. Кроме того, сформирована единая сервисно-сбытовая сеть.

По итогам 2004 г. ЕПК впервые подготовила консолидированную отчетность, аудит которой осуществляла компания KPMG. Согласно данной отчетности оборот корпорации по сравнению с 2003 г. вырос почти на 20% и составил 5.89 млрд. руб. Операционная прибыль составила 1.25 млрд. руб., что в 3.2 раза выше показателя 2003г., чистая прибыль выросла также более чем в 3 раза – с 259 млн. руб. до 861 млн. руб.

Стоит отметить, что согласно консолидированной отчетности, на начало года ЕПК была не слишком обременена долгами: за счет заемных средств, общий объем которых составлял 468 млн. руб., было сформировано менее 13% активов, а текущие финансовые результаты обеспечили качественное покрытие долга: EBITDA покрывала сумму обязательств по кредитам и займам больше чем в 3 раза.

Столь радужный финансовый портрет был обеспечен, главным образом, увеличением объемов выпуска по всем заводам, отказом от ряда убыточных операций и концентрацией в сегменте высокорентабельного производства сложных подшипниковых конструкций. Спектр отраслей применения продукции ЕПК очень широк: среди крупнейших потребителей ЕПК, такие компании как РЖД, АвтоВаз, КамАЗ, УАЗ. РЖД является главным стратегическим партнером ЕПК: в августе был заключен контракт о поставке подшипников для подвижного состава до 2010 г. на сумму 16 млрд. руб., в том числе в течение 2005 г. будет поставлено продукции на 3 млрд. руб.

Зависимость финансового состояния холдинга в перспективе ближайших 5 лет от реализации данного контракта, а также других проектов по развитию действующих производств и модернизации технологического оборудования, а также по выходу на зарубежный рынок, направленных обеспечить приток денежного потока, мы выделяем в качестве главных рисков эмитента.

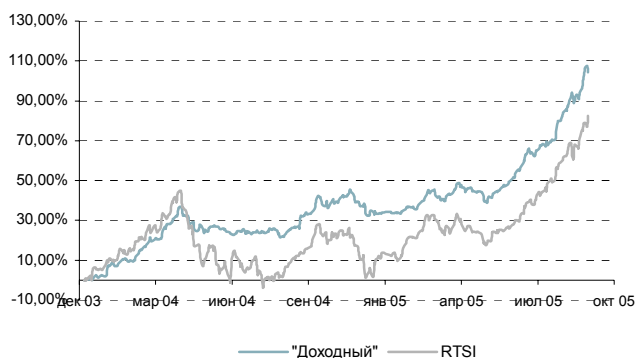
Текущая потребность в финансовых ресурсах для реализации широкомасштабной инвестиционной программы, по заявлениям менеджмента, удовлетворяется преимущественно за счет собственных источников. Вместе с тем, при выходе на внешний рынок в условиях жесткой конкуренции с зарубежными производителями для обеспечения конкурентных преимуществ потребность во внешнем финансировании может значительно вырасти, что по нашему мнению, повлечет усиление долговой нагрузки холдинга.

Учитывая крайне низкий уровень информационной прозрачности при наличии консолидированной отчетности, существующие операционные риски и принимая во внимание доходность близких по дюрации бумаг компаний специального машиностроения, мы полагаем, что доходность ЕПК к годовой офферте попадет в диапазон 9.37%– 9.77% годовых.

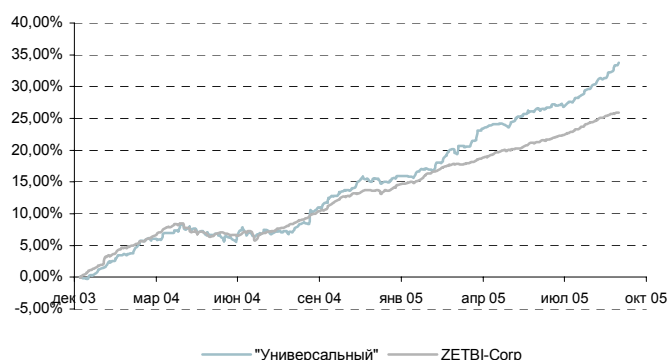
ОФБУ Банка ЗЕНИТ

Фонд (ОФБУ)	Стратегия	С начала работы Фонда 08.12.03	Изменение стоимости пая					Доля риска в цене, %	Коэффициент Шарпа
			С начала года	1 день	1 мес.	6 мес.	1 год.		
Доходный	Агрессивная	104,23%	52,33%	-1,53%	11,27%	43,86%	60,75%	15,29	3,32
Универсальный	Сбалансированная	33,81%	15,43%	0,37%	2,97%	10,95%	23,21%	7,99	1,46
RTSI		82,48%	60,32%	3,11%	13,82%	43,40%	65,18%	13,68	2,82
ZETBI-Corp		25,95%	10,00%	0,04%	1,21%	6,73%	15,34%	6,08	1,21

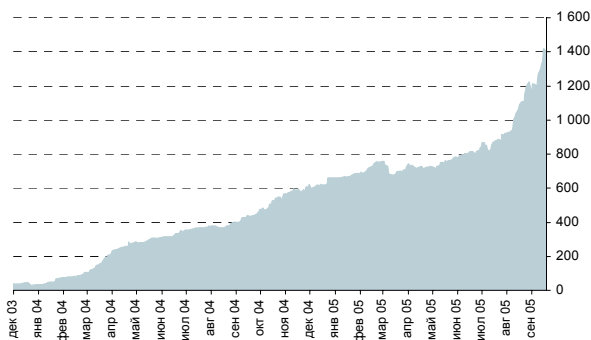
ОФБУ "Доходный"



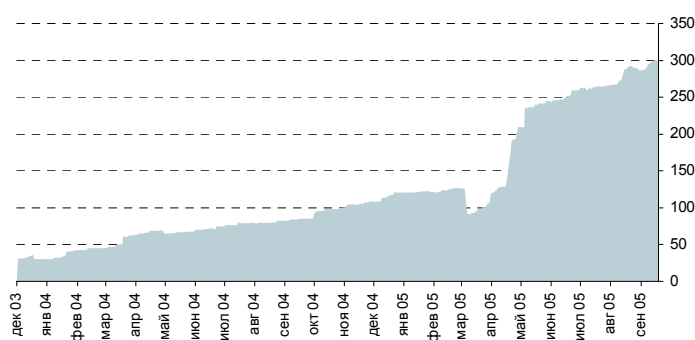
ОФБУ "Универсальный"



Стоимость чистых активов фонда "Доходный" млн. руб.



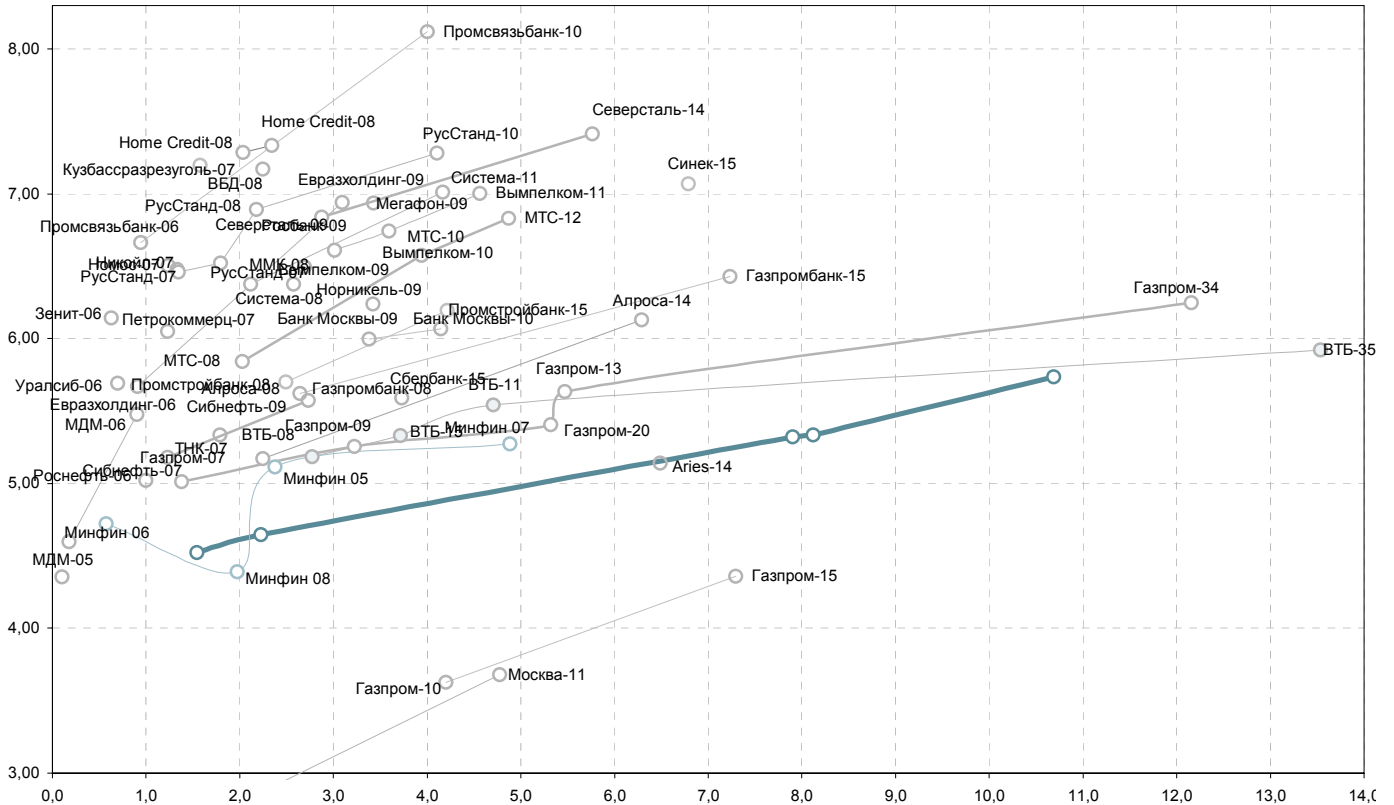
Стоимость чистых активов фонда "Универсальный" млн. руб.



ZETBI-Corp - Композитный индекс корпоративного сегмента представляет собой benchmark для инвестиционного портфеля, который состоит как из ликвидных, так и мало ликвидных инструментов, наиболее распространенного у внутренних участников рынка. Он предназначен для инвестора, который покупает бумаги и третьего, и первого эшелонов.

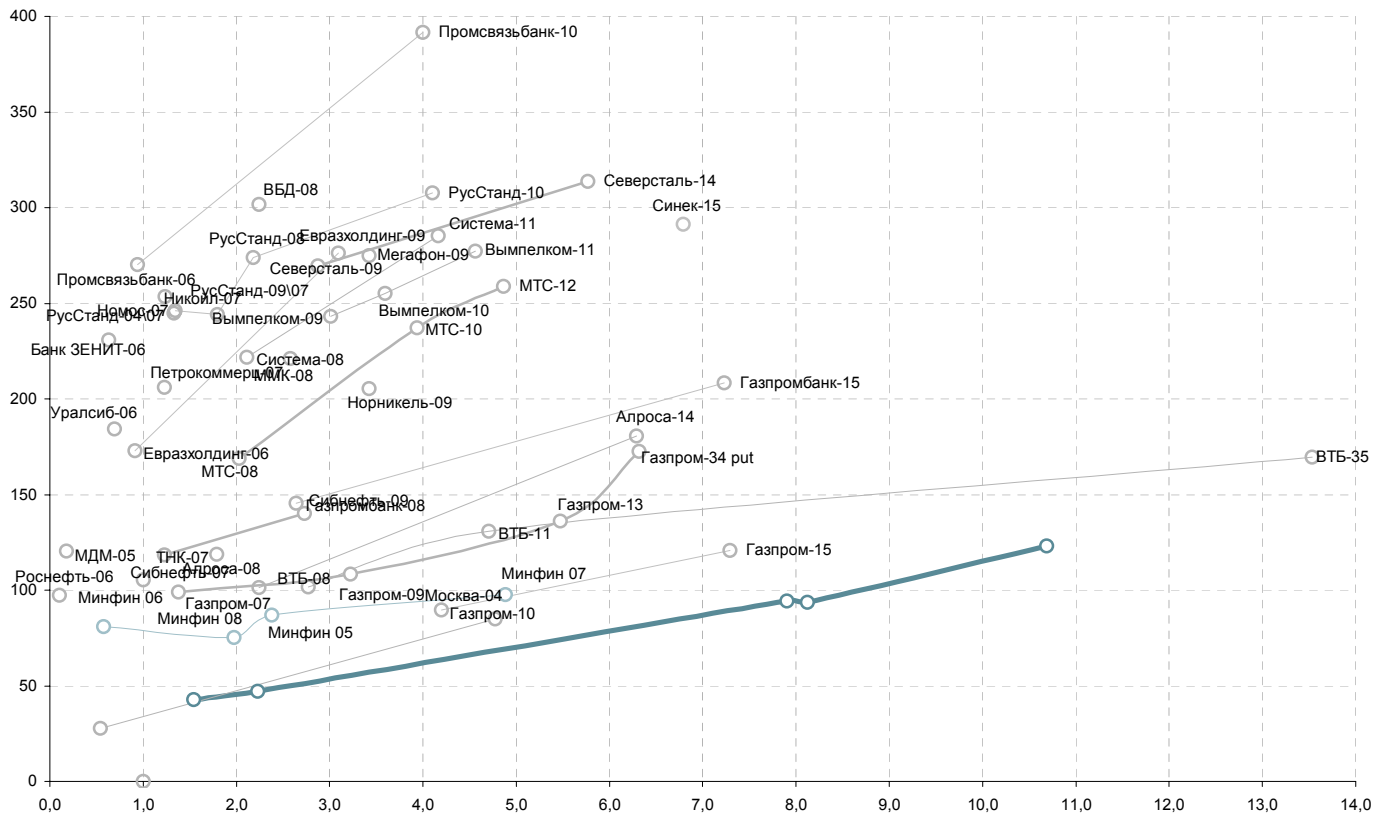
Приложение 1. Российский рынок еврооблигаций

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

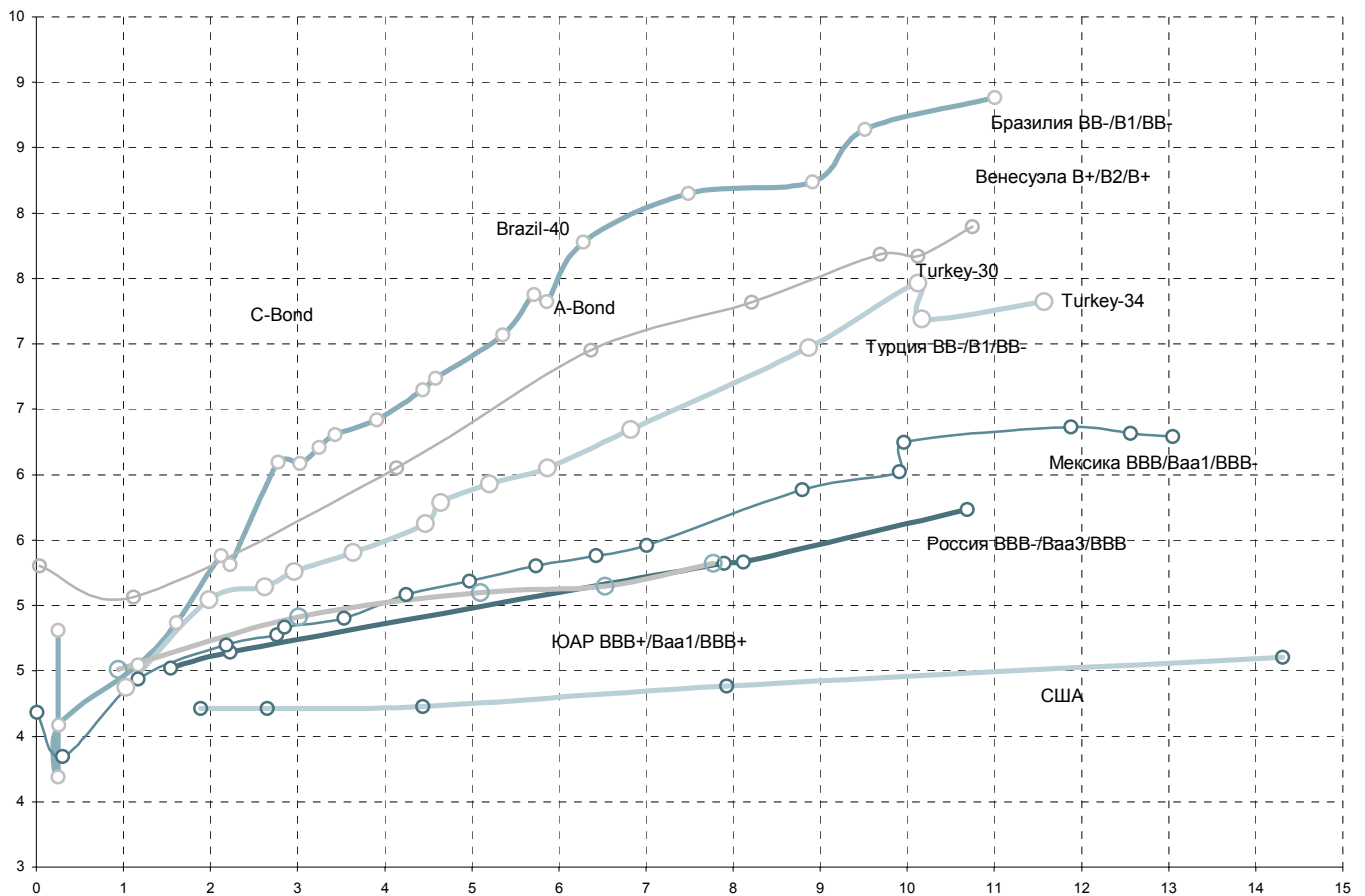
Котировки российских еврооблигаций

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa3 /+ /BBB- /BBB	108,70	108,90	4,579	1,54	41
Russia-10 \$	3/31/2010	2 820	8,25	Baa3 /+ /BBB- /BBB	108,10	108,22	4,634	2,23	190
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa3 /+ /BBB- /BBB	151,88	152,18	5,333	7,90	92
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa3 /+ /BBB- /BBB	188,15	188,40	5,742	10,69	118
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa3 /+ /BBB- /BBB	114,35	114,45	5,339	8,12	75
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Ba1 /+ /BBB- /BBB	98,92	98,98	4,774	0,58	71
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB- /BBB	97,00	97,25	4,454	1,97	24
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Ba2 /+ /BBB- /BBB	94,82	94,97	5,147	2,38	87
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Ba1 /+ /BBB- /BBB	89,01	89,21	5,297	4,88	98
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Ba2 /+ /BBB-	105,85	105,96	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Ba2 /+ /BBB-	117,32	117,57	3,091	3,34	44
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Ba2 /+ /BBB-	131,54	131,92	5,163	6,49	81
Regional									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa3 /BBB- /BBB	104,51	104,60	2,407	0,54	34
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa3- /BBB	114,30	114,68	3,714	4,77	86
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB-	105,71	106,01	5,112	1,38	96
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB-	118,44	118,81	5,302	3,22	108
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB- /BB+	118,31	118,66	3,66	4,20	91
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB-	123,58	123,83	5,653	5,47	135
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	(P)Baa2	111,39	111,69	4,379	7,29	120
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB- /BBB-	108,84	109,09	6,243	9,00	180
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa2 /+ /BB- /BB /+ /+	131,21	131,46	6,256	12,15	166
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba3 /+ /BB-	107,81	108,06	5,272	1,23	115
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba3 /+ /BB-	114,98	115,23	5,61	2,73	139
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2 /BB- /BB+	110,70	110,95	5,396	1,79	118
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa3 /+ /B-	108,05	108,22	5,098	1,00	101
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3 /BB-	108,04	108,29	5,897	2,03	168
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3 /BB-	107,33	107,58	6,603	3,94	237
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3 /BB-	105,64	105,89	6,855	4,87	258
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	B1 /BB	110,65	110,90	6,646	3,01	242
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	B1 /BB	104,40	104,65	6,774	3,60	255
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	(P)B1 /BB	106,40	106,65	7,027	4,56	276
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B2 /B+	103,52	103,77	6,971	3,43	274
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B /B+	108,60	108,85	6,426	2,12	221
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3 /B /B+	107,62	108,11	7,066	4,16	282
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2 /BB+	102,82	103,07	6,275	3,42	205
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3 /BB- /BB-	104,15	104,40	6,421	2,58	221
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2 /B+	104,88	105,28	6,906	2,88	269
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2 /B+ /B+ /+ /-	110,94	111,44	7,453	5,77	312
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3 /B+	102,85	103,10	7,224	2,25	301
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3 /B	106,76	107,01	5,223	2,25	101
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3 /B	118,69	118,94	6,144	6,29	179
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B3 /BB-	102,79	102,93	5,747	0,909	169
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B3 /BB-	112,71	112,96	6,976	3,096	275
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,00	- /-	-	-	-	-	-
Amtel-07	6/30/2007	175	9,25	- /-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,70	Ba1 /BB	104,14	104,39	7,087	6,789	271
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	5,41	Baa2 /+ /BBB	101,24	101,34	4,57	0,04	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	Baa2 /+ /BBB-	102,17	102,42	6,452	3,73	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	Baa2 /+ /BBB	104,61	104,86	5,228	2,77	101
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	Baa2 /+ /BBB	109,62	109,87	5,567	4,70	130
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	Baa2 /+ /BBB-	103,50	103,75	6,484	3,71	113
Vneshtorgbank-35	7/2/2035	1 000	6,25	Baa2 /+ /BBB	104,29	104,54	5,931	13,53	133
Gazprombank-05 EUR	10/4/2005	150	9,75	WR /B+	100,07	100,12	#N/A N.A.	#N/A N.A.	#N/A N Ap
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa2 /+ /B+	104,26	104,51	5,664	2,64	145
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa2 /+ /+	106,72	106,97	6,031	3,38	181
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa2 /+ /+	105,42	105,67	6,097	4,15	186
MDM-05 \$	12/16/2005	200	10,75	Ba2 /B+	101,02	101,07	4,73	0,18	113
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2 /B /+ /B+	103,26	103,50	5,601	0,90	146
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1 /B-	101,83	101,99	6,27	0,63	225
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B- /B	102,06	102,25	5,819	0,70	179
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	B1 /B	102,99	103,29	6,619	1,24	250
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	B1 /B	103,44	103,69	6,147	1,23	203
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	B1 /NR	103,19	103,40	6,554	1,33	242
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2 /B+	102,88	103,24	6,584	1,34	244
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2 /B+	101,86	102,32	6,646	1,80	244
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	B1 /B	103,40	103,56	6,738	0,94	266

Источник: Bloomberg

Приложение 2. Еврооблигации развивающихся рынков

Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

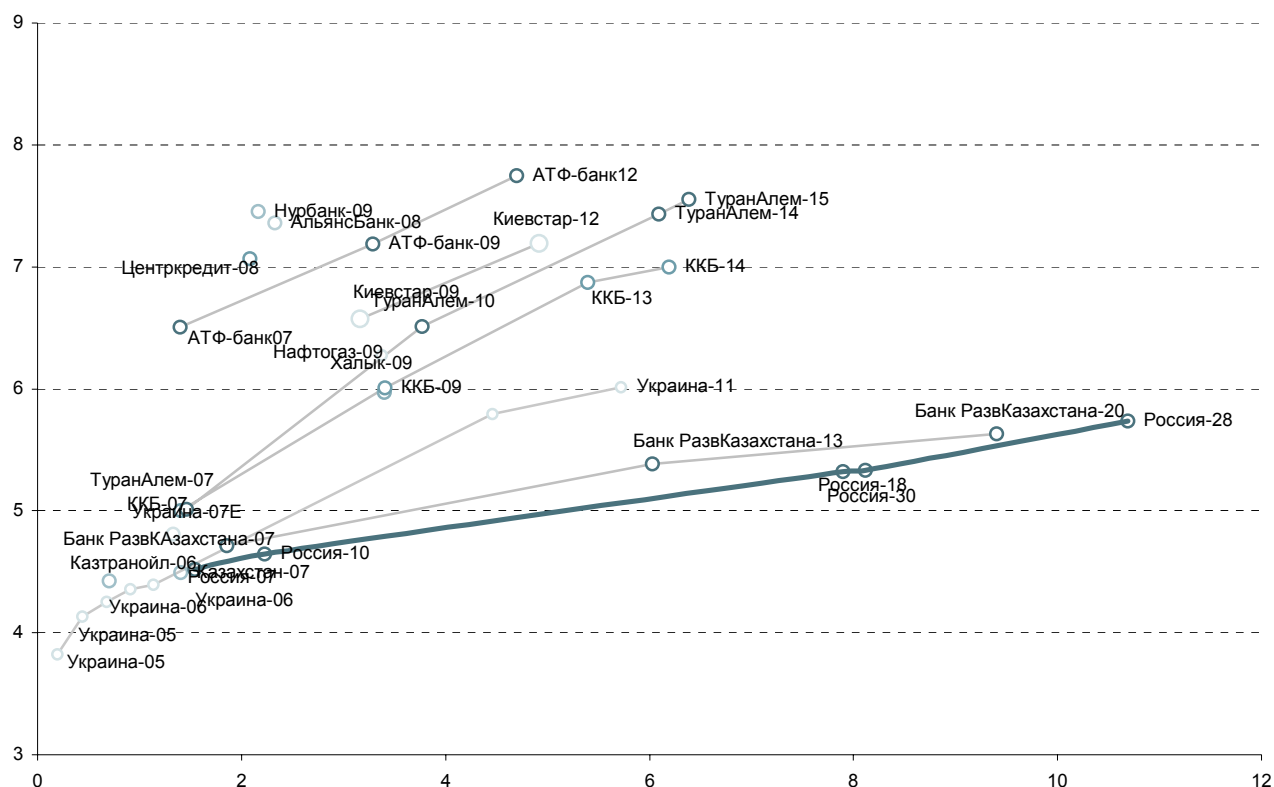
Котировки еврооблигаций развивающихся рынков

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid Price	Ask Price	YTM, %	Modified Duration
Brazil								
A-Bond	1/15/2018	4 509	8,00	BB-/B1/-	104,71	104,96	7,38	5,71
C-Bond	4/15/2014	7 407	8,00	BB-/B1/BB-	100,18	100,25	6,21	3,24
Brazil-40	8/17/2040	5 157	11,00	BB-/B1/BB-	121,75	121,85	7,78	6,28
Turkey								
Turkey-30	1/15/2030	1 500	11,88	BB-/B1/BB-	148,83	149,06	7,47	10,12

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Еврооблигации стран СНГ

Кривая доходности еврооблигаций стран СНГ



Источник: Bloomberg

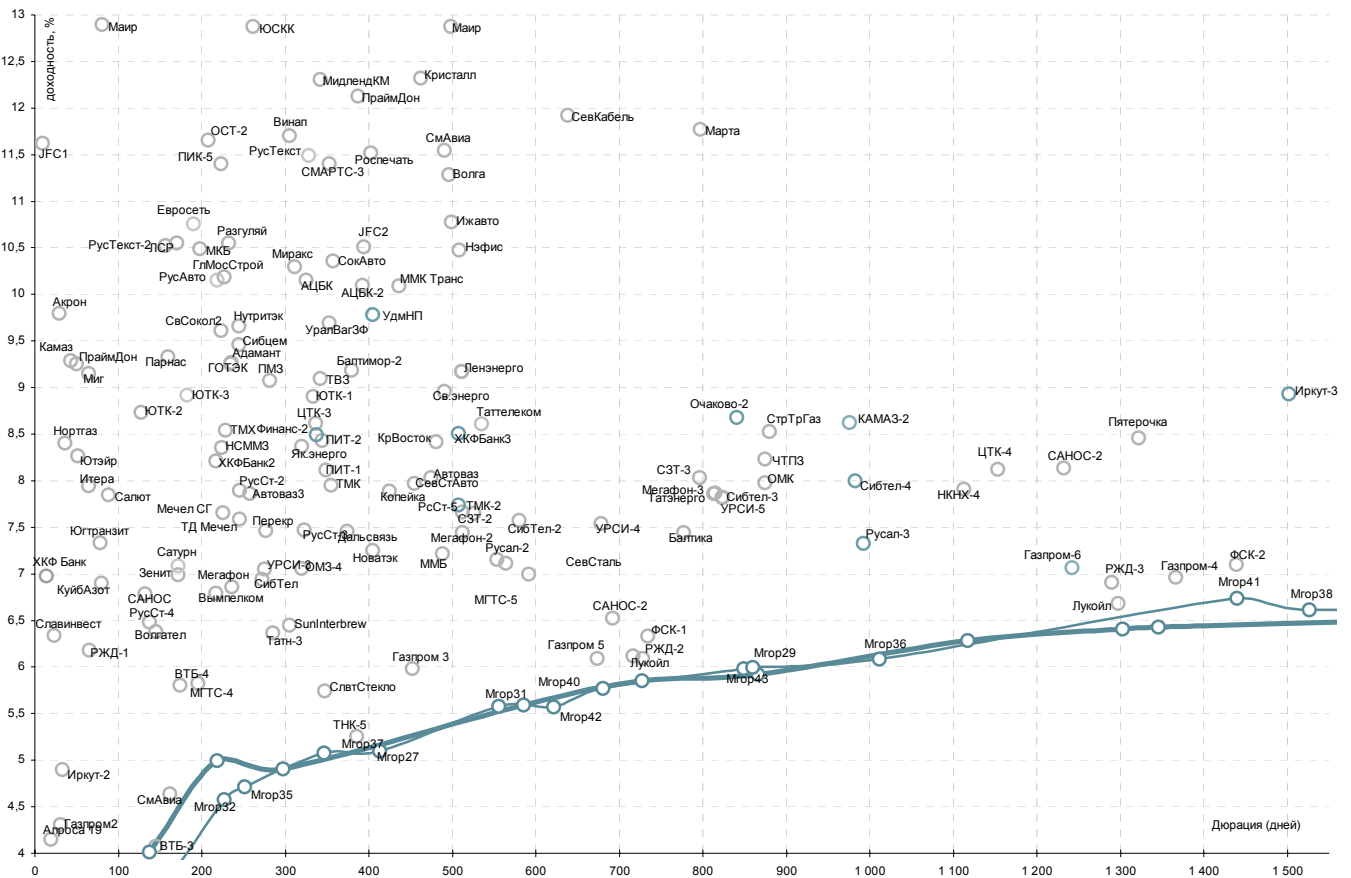
Котировки еврооблигаций стран СНГ

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration
Kazakhstan								
Alliance Bank-08	6/27/2008	150	9,00	-/Ba2/B+	103,69	103,94	7,362	2,33
ATF Bank-07	5/4/2007	100	8,50	B+/Ba1/B+	102,57	102,92	6,504	1,40
ATF Bank-09	11/9/2009	200	8,88	B+/Ba1/B+	105,48	105,86	7,188	3,29
ATF Bank-12	4/12/2012	200	9,25	B+/Ba1/B+	107,32	107,57	7,745	4,70
Centercredit-08	2/14/2008	200	8,00	-/Ba1/B+	101,48	101,96	7,068	2,08
Dev. Bank of Kazakhstan-07	10/10/2007	100	7,13	BBB-/Baa2/BBB-	104,25	104,54	4,715	1,85
Dev. Bank of Kazakhstan-13	11/12/2013	100	7,38	BBB-/Baa2/BBB-	112,66	112,91	5,384	6,03
Dev. Bank of Kazakhstan-20	6/3/2020	100	6,50	BBB-/Baa2/BBB-	108,06	108,56	5,633	9,40
Halyk Bank-09	10/7/2009	200	8,13	BB-/Baa2/BB	107,29	107,54	5,973	3,40
Kazakhstan-07	5/11/2007	350	11,13	BBB-/Baa3/BBB-	109,82	110,02	4,495	1,41
KKB-07	5/8/2007	200	10,13	BB/Baa2/BB	107,26	107,66	5,002	1,41
KKB-09	11/3/2009	500	7,00	BB/Baa2/BB	103,15	103,52	6,01	3,41
KKB-13	4/16/2013	500	8,50	BB/Baa2/BB	109,19	109,44	6,87	5,40
KKB-14	4/7/2014	400	7,88	BB/Baa2/BB	105,30	105,55	6,996	6,19
KazTransOil-06	7/6/2006	150	8,50	BB+/Baa2/BB+	102,83	102,91	4,425	0,70
Nurbank-08	4/28/2008	150	9,00	B-/Ba3/-	103,02	103,52	7,453	2,17
Bank TuranAlem-07	5/29/2007	100	10,00	BB-/Baa2/BB	107,31	107,71	5,014	1,46
Bank TuranAlem-10	6/2/2010	600	7,88	BB-/Baa2/BB	105,13	105,38	6,509	3,77
Bank TuranAlem-14	3/24/2014	400	8,00	BB-/Baa2/BB	103,25	103,50	7,434	6,09
Bank TuranAlem-15	2/10/2015	350	8,50	BB-/Baa2/BB	105,85	106,23	7,555	6,38
Ukraine								
Kyivstar-09	8/17/2009	266	10,38	B+/B1/-	112,44	112,74	6,572	3,16
Kyivstar-12	4/27/2012	175	7,75	B-/B1/-	102,36	102,86	7,192	4,92
Naftogaz-09	9/30/2009	500	8,13	-/Ba2/BB-	106,16	106,41	6,276	3,38
Ukraine-07E	3/15/2007	1 133	10,00	BB-/B1/BB-	106,91	107,13	4,808	1,33
Ukraine-05	12/21/2005	35	8,50	BB-/B1/BB-	100,91	100,91	3,821	0,20
Ukraine-06	3/21/2006	35	8,50	BB-/B1/BB-	101,93	101,93	4,132	0,44
Ukraine-06	6/21/2006	35	8,50	BB-/B1/BB-	102,90	102,90	4,254	0,68
Ukraine-06	9/21/2006	35	8,50	BB-/B1/BB-	103,82	103,82	4,358	0,91
Ukraine-06	12/21/2006	35	8,50	BB-/B1/BB-	104,76	104,76	4,395	1,14
Ukraine-11	3/4/2011	600	6,88	BB-/B1/BB-	104,70	104,95	5,792	4,46
Ukraine-13	6/11/2013	1 000	7,65	BB-/B1/BB-	109,59	109,92	6,013	5,72

Источник: Bloomberg

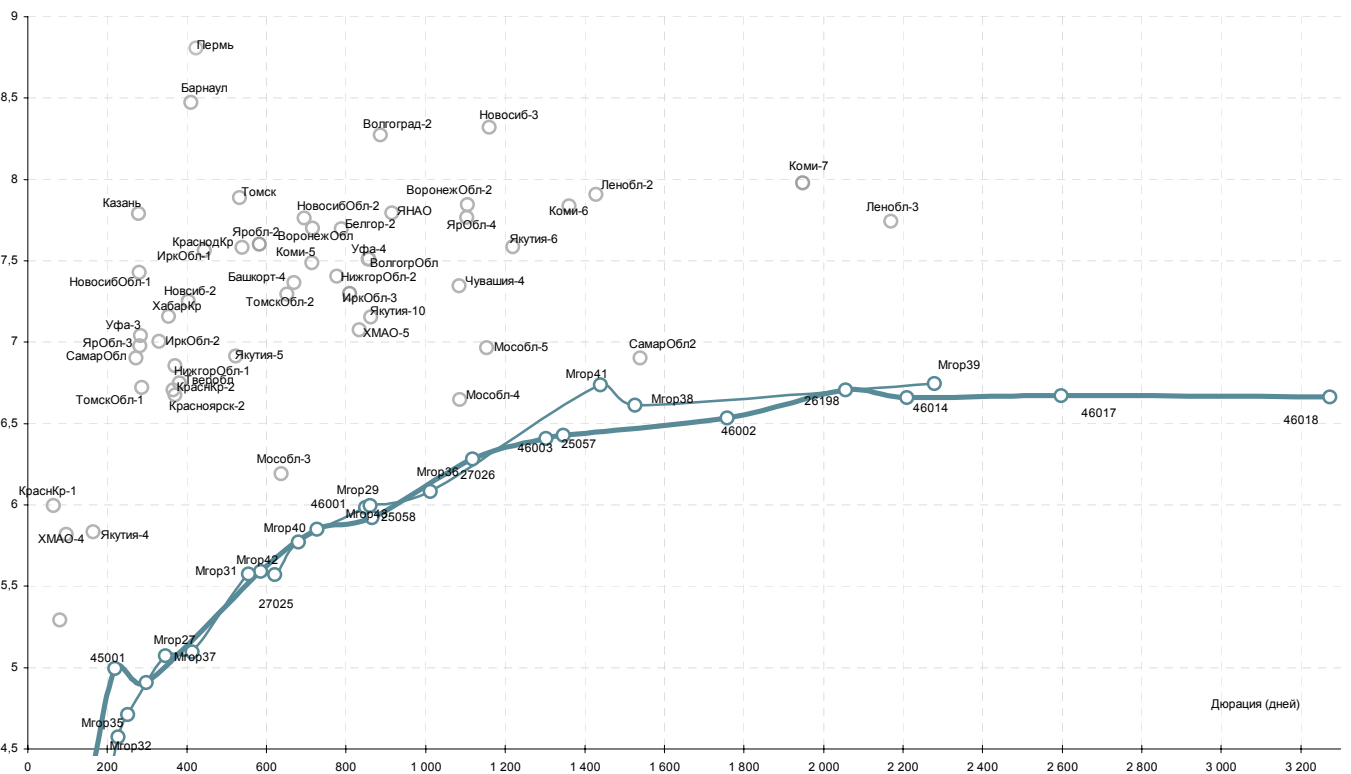
Приложение 4. Российский долговой рынок

Кривая доходности корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кривая доходности субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ



Котировки российских облигаций

Инструмент	Дата купона	Ставка купона, год.	Дней до		Кол-во сделок	Сумма сделок, млн. руб.	Цена		Изм срвзв цены		Доходность по срвзв цене, % год		Дюрация, лет	
			погашения	оферты			посл	ср взв	НКД (%)	день	неделя	погашение		оферта
Государственные облигации														
SU27022RMFS1	16/11/2005	8,00	134		0	0,00	101,64	101,52	1,052	-	-0,17	4,01	0,38	
SU45002RMFS1	01/02/2006	10,00	302		0	0,00	104,17	104,17	1,700	-	0,06	4,91	0,82	
SU45001RMFS3	16/11/2005	10,00	407		4	9,12	103,05	103,05	1,315	0,02	-0,01	4,99	0,60	
SU27025RMFS4	14/12/2005	7,50	617		8	34,11	102,14	102,07	0,411	-0,03	-0,26	5,59	1,60	
SU46001RMFS2	14/12/2005	10,00	1072		10	14,79	108,70	108,70	0,548	0,02	0,37	5,85	1,99	
SU25058RMFS7	02/11/2005	6,30	939		7	28,06	101,23	101,20	1,070	-0,01	0,45	5,92	2,37	
SU27026RMFS2	14/12/2005	8,00	1254		4	12,13	102,78	102,48	0,438	-0,29	0,21	6,28	3,06	
SU46003RMFS8	18/01/2006	10,00	1744		11	75,38	113,60	113,61	2,082	-0,08	0,61	6,41	3,57	
SU25057RMFS9	26/10/2005	7,40	1569		21	199,81	104,20	104,20	1,399	0,23	0,45	6,43	3,69	
SU46002RMFS0	15/02/2006	10,00	2500		13	150,81	112,00	111,99	1,315	0,00	0,95	6,53	4,82	
SU46014RMFS5	15/03/2006	10,00	4712		11	122,96	111,38	111,17	0,548	-0,10	0,60	6,66	6,05	
SU26198RMFS0	04/11/2005	6,00	2586		9	104,73	96,10	96,11	5,490	-0,06	0,66	6,71	5,63	
SU46017RMFS8	16/11/2005	9,50	3956		29	556,98	107,80	107,85	1,249	-0,02	0,91	6,67	7,11	
SU46018RMFS6	14/12/2005	9,50	5895		13	76,88	113,40	113,30	0,520	-0,10	1,59	6,66	8,96	
Субфедеральные облигации														
МГор28-об	25/12/2005	15,00	82		1	0,00	102,75	102,75	0,370	-	-0,50	2,68	0,22	
МГор32-об	25/11/2005	10,00	233		6	19,86	103,45	103,44	1,096	-0,01	0,04	4,57	0,62	
МГор35-об	18/12/2005	10,00	257		0	0,00	103,71	103,71	0,438	-	0,11	4,71	0,69	
МГор27-об	20/12/2005	15,00	442		0	0,00	111,70	111,70	0,575	-	-0,02	5,10	1,13	
МГор31-об	20/11/2005	10,00	593		1	705,46	107,04	107,06	1,233	-	-0,11	5,58	1,52	
МГор42-об	13/11/2005	10,00	678		2	10,94	108,75	107,97	1,425	0,17	0,11	5,57	1,70	
МГор40-об	26/10/2005	10,00	752		3	6,07	108,45	108,40	1,918	-	0,30	5,77	1,86	
МГор43-об	17/11/2005	10,00	956		6	233,70	110,00	110,00	1,315	0,00	0,24	5,98	2,33	
МГор29-об	05/12/2005	10,00	975		22	416,07	110,10	109,96	3,315	0,07	0,28	6,00	2,36	
МГор41-об	30/01/2006	10,00	1760		0	0,00	111,35	110,65	1,808	-	0,15	6,74	3,94	
МГор38-об	26/12/2005	10,00	1909		31	429,75	115,40	115,26	2,740	0,67	0,99	6,61	4,18	
МГор39-об	21/01/2006	10,00	3212		56	928,70	113,00	112,80	2,055	0,10	1,14	6,75	6,24	
Башкорт4об	16/03/2006	8,02	709		0	0,00	101,40	101,40	0,418	-	0,00	7,36	1,83	
ИркОбл-а01	18/01/2006	11,00	656		0	0,00	103,67	103,72	2,290	-	-0,57	7,56	1,22	
ИркОбл-а02	06/12/2005	10,00	338		0	0,00	102,85	102,85	0,767	-	0,25	7,01	0,90	
ИркОбл31-1	22/12/2005	10,00	1535		1	0,00	105,25	105,25	0,548	-	0,37	7,30	2,22	
Казань01об	20/10/2005	10,50	290		0	0,00	102,24	102,24	2,158	-	-0,01	7,79	0,76	
КОМИ 5в об	24/12/2005	15,00	811		1	0,02	113,00	113,00	0,411	0,00	0,00	7,49	1,96	
КОМИ 6в об	14/10/2005	14,50	1836		0	0,00	120,00	120,00	6,873	-	0,00	7,84	3,73	
КОМИ 7в об	23/11/2005	12,00	2971		0	0,00	110,00	110,00	4,405	-	1,00	7,98	5,34	
КраснодКр	15/11/2005	10,50	588		0	0,00	104,10	104,10	4,027	-	-0,03	7,58	1,47	
КрасЯрск04	26/10/2005	12,50	388		0	0,00	106,20	106,20	2,363	-	0,00	6,68	1,01	
КраснЯрКр1	08/12/2005	10,30	65		5	1,03	100,75	100,75	0,762	0,00	-0,05	6,00	0,18	
КраснЯрКр2	23/10/2005	10,96	387		0	0,00	104,50	104,50	2,190	-	3,20	6,71	1,00	
Мос.обл.3в	19/02/2006	11,00	684		0	0,00	108,69	108,60	1,356	-	0,43	6,19	1,74	
Мос.обл.4в	25/10/2005	11,00	1295		7	35,54	114,20	114,19	2,110	0,30	0,72	6,65	2,97	
Самара03-1	03/01/2006	12,00	273		0	0,00	104,00	104,00	0,000	-	0,00	6,90	0,74	
Томск.об-1	26/01/2006	12,00	296		2	0,21	103,77	103,69	2,236	0,09	0,54	6,72	0,78	
Томск.об-2	13/10/2005	12,00	739		0	0,00	106,25	106,25	5,721	-	0,25	7,30	1,78	
Томск 1	24/11/2005	13,00	779		0	0,00	106,80	106,80	1,424	-	0,10	7,89	1,46	
УФА-2003-1	17/01/2006	10,03	287		0	0,00	102,35	102,35	2,115	-	0,35	7,04	0,77	
Уфа-2004об	06/12/2005	10,03	973		0	0,00	106,30	106,30	3,269	-	0,50	7,51	2,35	
ХантМан об	08/12/2005	15,00	65		0	0,00	102,35	102,35	4,726	-	-	5,82	0,27	
ХантМан5об	26/11/2005	12,00	966		0	0,00	112,00	112,00	4,241	-	0,25	7,07	2,28	
Якут-10 об	20/12/2005	12,00	987		1	0,34	112,30	112,30	0,460	0,00	1,40	7,15	2,36	
Якут-04 об	15/12/2005	14,00	163		0	0,00	103,32	103,47	0,729	-	-0,03	5,84	0,45	
Якут-05 об	20/10/2005	10,00	564		5	65,14	102,88	102,87	2,055	0,17	0,19	6,91	1,43	
ЯрОбл-02	03/01/2006	13,28	637		4	5,09	109,20	109,10	0,000	-	0,17	7,60	1,60	
ЯрОбл-03	17/11/2005	12,50	409		1	0,26	104,04	104,04	4,760	0,00	-3,74	6,98	0,77	
Корпоративные облигации														
АВТОВА3 об	15/02/2006	9,20	1044	498	15	61,65	101,70	101,66	1,210	0,21	0,29	-	8,03	1,30
АВТОВА3об63	27/12/2005	9,70	1722	266	8	84,49	101,35	101,36	2,604	0,06	0,14	-	7,86	0,71
Акрон-01об	01/11/2005	13,45	28		0	0,00	100,60	100,27	2,322	-	-0,48	9,79	0,08	
АЛРОСА 19в	23/10/2005	16,00	19		6	23,83	100,55	100,60	7,189	-	-0,19	4,15	0,05	
АМТЕЛ-1 об	17/11/2005	12,50	772	44	1	0,03	100,36	100,36	4,726	-0,07	-0,09	-	0,12	
АМТЕЛШИНП1	23/12/2005	19,00	80		3	21,57	101,88	101,88	5,310	-0,02	-0,30	9,72	0,22	
АЦБК-Инв 1	08/12/2005	13,50	338		0	0,00	103,35	103,28	0,962	-	-0,02	10,15	0,89	
Балтимор01	03/12/2005	1,00	336	0	3	9,22	89,10	89,61	0,088	-0,27	-2,69	13,83	0,92	
Балтимор03	17/11/2005	11,65	954	408	2	1,07	102,75	102,75	4,405	-	-0,02	-	9,19	1,04
ВБД ПП 1об	11/10/2005	10,78	189		0	0,00	102,15	102,15	5,168	-	-0,07	-	0,00	
ВолТел43об	21/11/2005	13,00	140		2	0,31	102,50	102,50	1,532	0,00	0,02	6,49	0,38	
ВинапИнв-1	14/02/2006	13,30	315	0	0	0,00	101,51	101,51	1,785	-	-0,08	11,70	0,84	
ВТБ - 3об.	22/02/2006	14,00	141		0	0,00	103,80	103,80	5,063	-	0,60	4,08	0,40	
ВТБ - 4 об	23/03/2006	5,60	1262	170	0	0,00	100,29	99,90	0,184	-	0,10	-	5,81	0,48
ВымпКомФ-1	15/11/2005	9,90	224		0	0,00	101,90	101,90	3,797	-	0,00	6,79	0,59	
ГАЗПРОМ А2	03/11/2005	15,21	30		0	0,00	100,90	100,90	6,250	-	-1,20	4,31	0,08	
ГАЗПРОМ А3	23/01/2006	8,11	471		0	0,00	102,75	102,71	1,533	-	0,16	5,98	1,24	
ГАЗПРОМ А4	15/02/2006	8,22	1590		1	34,35	105,20	105,10	1,081	-	-0,01	6,96	3,74	
ГАЗПРОМ А5	11/10/2005	7,58	735		0	0,00	102,95	102,95	3,634	-	0,45	6,10	1,84	
ГОТЭК-1	06/12/2005	12,50	245	0	4	2,12	102,23	102,17	4,075	-	0,07	9,25	0,64	
ДальСвз1об	16/11/2005	15,00	407	43	0	0,00	106,20	106,20	5,712	-	0,20	7,46	-	1,02
ДжейЭфСи	06/10/2005	14,00	2		0	0,00	100,05	100,05	3,413	-	0,00	11,62	0,02	
ДжейЭфСи 2	06/12/2005	14,00	791		4	3,10	103,15	103,09	4,564	0,39	0,39	-	10,51	1,08
ЕвразХолд1	05/12/2005	12,50	62		2	4,05	101,00	101,00	4,144	-0,08	0,00	6,29	0,17	
Евросеть-1	25/10/2005	16,33	203		8	4,65	103,00	103,06	7,203	0,05	0,02	10,76	0,52	
ЕЭС-обл-2в	21/10/2005	15,00	17		0	0,00	100,65	100,65	6,822	-	-3,85	3,45	0,06	
Зенит 1обл	24/03/2006	8,50	536	171	1	10,10	100,90	100,68	0,279	-	-0,02	-	6,99	0,47
ИРКУТ-02об	02/11/2005	16,00	29		0	0,00	100,97	100,97	6,707	-	-0,03	4,90	0,09	
Камаз-Фин	11/11/2005	12,30	403	38	0	0,00	100,30	100,30	4,886	-	-0,32	-	9,29	0,12
КрВост-Инв	24/02/2006	11,50	509	143	7	26,34	104,30	104,18	1,260	-	-0,60	8,42	0,79	1,32
КристалФ-1	09/02/2006	12,00	492	0	6	5,22	100,20	100,01	1,775	-2,99	-2,89	12,32	1,27	

Инструмент	Дата купона	Ставка купона, год.	Дней до		Кол-во сделок	Сумма сделок, млн. руб.	Цена		НКД (%)	Изм срвзв цены		Доходность по срвзв цене,% год		Дюрация, лет
			погашения	оферты			посл	ср взв		день	неделя	погашение	оферта	
Лукойл2обл	22/11/2005	7,25	1505	777	3	30,70	102,40	102,40	2,642	0,23	0,30	6,68	6,12	3,55
МаирИнв-01	03/01/2006	12,30	546	77	0	0,00	100,00	100,00	0,000	-	-2,19	12,88	12,90	0,22
МартаФин 1	24/11/2005	14,84	961	233	2	0,28	107,50	107,50	5,326	-0,15	0,51	11,77	2,90	2,18
МегаФонФ01	07/12/2005	11,50	246	2	2	5,34	103,06	103,06	3,718	-	-0,19	6,86	-	0,65
МегаФон2об	12/10/2005	9,28	554	0	0	0,00	102,80	102,80	4,424	-	-0,20	7,44	-	1,40
МегаФон3об	18/10/2005	9,25	924	2	2	21,66	103,46	103,46	4,258	-0,42	-0,16	7,86	-	2,23
Мечел ТД-1	16/12/2005	11,75	1347	255	10	92,04	102,90	102,85	3,509	-0,01	0,01	-	7,59	0,67
Микоян-1об	19/03/2006	13,50	349	1	1	0,94	105,10	105,10	0,592	-	0,33	8,00	-	0,93
НГК ИТЕРА	07/12/2005	13,50	794	64	3	5,79	100,90	100,90	4,401	-	-0,25	-	7,95	0,18
НКНХ-03 об	01/12/2005	8,00	697	0	0	0,00	100,20	100,20	0,723	-	0,00	8,05	-	1,15
НКНХ-04 об	03/04/2006	9,99	2365	1273	0	0,00	106,70	106,70	0,027	-	0,80	-	7,91	3,05
НОВАТЭК1об	01/12/2005	9,40	422	0	0	0,00	102,50	102,50	3,193	-	0,21	7,25	-	1,11
НортгазФин	09/11/2005	16,00	36	6	6	116,55	100,70	100,69	6,400	0,00	0,10	8,41	-	0,10
НЭФИС-01	21/10/2005	12,00	565	17	0	0,00	100,45	100,45	5,425	-	-	10,48	2,72	1,39
ОМЗ - 4 об	02/03/2006	14,25	1241	331	2	0,14	106,30	106,30	1,288	-0,01	-0,25	-	7,06	0,87
ОМК 1 об	08/12/2005	9,20	982	0	3	58,40	103,35	103,27	2,949	-	0,08	7,98	-	2,39
ОСТ-2об	10/11/2005	13,60	947	219	3	1,09	101,25	101,25	5,403	-0,50	-1,05	-	11,65	0,57
Парнас-М 1	14/12/2005	12,75	162	1	1	0,05	101,60	101,60	0,699	0,01	0,00	9,33	-	0,44
ПИТ-Инв-01	30/03/2006	12,00	359	2	2	36,37	103,75	103,75	0,164	-	3,34	8,12	-	0,96
ПИТ-Инв-02	27/03/2006	14,25	1266	356	2	1,06	105,50	105,50	0,312	-	-0,30	-	8,43	0,94
ПраймДон-1	11/11/2005	13,50	402	38	0	0,00	101,10	101,05	1,960	-	0,00	12,13	9,25	1,06
ПЭФ-Союз-1	06/10/2005	16,00	735	366	0	0,00	100,90	100,77	7,890	-	0,00	-	10,57	0,92
ПятерочкаФ	16/11/2005	11,45	1681	2	2	5,85	111,90	111,90	4,360	0,44	1,40	8,46	-	3,62
Разгуляй-1	04/12/2005	14,00	244	0	8	2,06	102,20	102,30	4,679	0,24	0,15	10,55	-	0,64
РЖД-01обл	07/12/2005	6,59	64	0	0	0,00	100,05	100,05	2,130	-	-0,25	6,18	-	0,18
РЖД-02обл	07/12/2005	7,75	792	2	2	15,90	103,50	103,50	2,505	0,62	0,80	6,09	-	2,00
РЖД-03обл	07/12/2005	8,33	1520	5	5	49,42	105,70	105,48	2,693	-0,02	0,38	6,91	-	3,53
РЕСТОРАНТС	02/12/2005	17,50	59	8	8	24,19	101,55	101,55	1,534	0,13	0,51	7,68	-	0,16
РусАлФ-2в	20/11/2005	8,00	593	0	1	83,56	101,45	101,45	3,003	-	-0,15	7,16	-	1,52
РусСтанд-2	14/12/2005	14,04	253	1	1	5,44	104,20	104,20	4,269	-	-0,30	7,90	-	0,67
РусСтанд-3	22/02/2006	8,40	687	323	0	0,00	100,90	100,90	0,944	-	0,00	-	7,47	0,88
РусТекстил	14/03/2006	18,80	343	17	17	1,13	106,69	106,60	1,082	0,15	0,34	11,49	-	0,90
РусТекс 2	09/03/2006	14,30	1248	156	1	0,01	101,50	101,50	1,019	0,09	0,10	-	10,52	0,43
Славстекло	28/03/2006	11,60	903	357	1	2,64	105,57	105,57	0,222	-	0,74	9,24	5,74	2,22
САНОС-01об	13/02/2006	14,00	132	1	1	8,92	102,50	102,50	1,956	-	-0,10	6,78	-	0,36
САНОС-02об	15/11/2005	9,70	1498	770	12	237,44	107,25	106,91	3,721	0,30	0,81	8,14	6,52	3,38
СанИнтБрюФ	14/02/2006	13,00	315	0	0	0,00	105,50	105,50	1,745	-	0,00	6,45	-	0,84
СатурнНПО	24/03/2006	11,50	901	0	0	0,00	102,00	102,00	0,378	-	-0,30	-	7,09	0,47
СевСталь-1	29/12/2005	8,10	632	0	1	0,00	101,95	101,95	2,130	-	0,95	6,99	-	1,62
СевСтАвто	26/01/2006	11,25	1570	478	0	0,00	104,20	104,20	2,096	-	-0,30	-	7,98	1,24
СЗЛК -1 об	12/01/2006	13,90	282	0	0	0,00	101,50	101,50	3,123	-	-0,30	12,13	-	0,75
СЗТелек2об	05/10/2005	13,20	729	1	0	0,00	100,05	100,20	3,255	-	0,20	7,65	2,68	1,44
СЗТелек3об	01/12/2005	9,25	1969	877	2	8,34	103,15	103,15	0,836	-	-0,15	-	8,03	2,18
СибТлк-3об	13/01/2006	14,50	283	2	2	38,08	105,70	105,69	3,218	-	0,04	6,94	-	0,75
СибТлк-4об	05/01/2006	12,50	639	3	3	34,99	108,15	108,15	3,048	0,03	0,27	7,57	-	1,59
СибЦем 01	15/12/2005	12,50	982	0	0	0,00	102,20	102,12	3,767	-	-0,08	-	9,46	0,67
Содбизнес1	22/11/2005	15,00	231	0	0	0,00	50,00	50,00	1,726	-	-	92,82	-	1,24
СОКАвто 01	27/10/2005	12,60	933	387	0	0,00	102,40	102,44	5,489	-	0,01	-	10,36	0,98
Татнефть-3	30/12/2005	12,00	270	0	0	0,00	104,50	104,43	3,123	-	-	6,36	-	0,78
Татэнерго1	16/03/2006	9,65	891	0	0	0,00	104,20	104,22	0,502	-	1,02	7,87	-	2,23
ТМК-01 обл	20/10/2005	10,40	381	10	10	21,68	102,56	102,60	4,713	0,10	0,00	7,95	-	0,97
ТНК5в1т-об	28/11/2005	15,00	420	1	1	15,66	110,80	110,80	5,261	-0,02	-0,55	5,26	-	1,06
Трансфнтр	09/11/2005	8,90	218	0	0	0,00	101,50	101,50	3,560	-	0,00	6,47	-	0,60
УралВагЗФ	04/04/2006	13,36	1092	364	24	47,29	103,75	103,62	0,000	-	0,29	-	9,70	0,97
УралСвзИн6	17/01/2006	14,25	287	2	2	10,85	105,50	105,48	3,006	0,05	-0,06	7,05	-	0,75
УралСвзИн4	03/11/2005	9,99	758	7	7	49,75	104,90	104,89	4,160	0,04	0,10	7,54	-	1,86
УралСвзИн5	20/10/2005	9,19	926	0	0	0,00	103,05	103,45	4,180	-	0,00	7,82	-	2,25
ФСК ЕЭС-01	20/12/2005	8,80	805	5	5	72,10	105,20	105,20	2,532	-0,10	0,75	6,33	-	2,01
ФСК ЕЭС-02	27/12/2005	8,25	1722	14	32	876,11	105,13	105,01	2,215	0,03	0,61	7,10	-	3,94
ХКФ Банк-1	18/10/2005	11,25	742	14	2	25,96	100,15	100,15	5,178	-	0,00	-	6,98	0,04
ХКФ Банк-2	15/11/2005	8,50	1680	224	7	62,15	100,25	100,25	3,260	-	0,10	-	8,21	0,59
ЦентрТел-3	17/03/2006	12,35	346	0	1	32,99	104,25	103,49	0,609	-	-0,91	8,62	-	0,92
ЦентрТел-4	17/02/2006	13,80	1417	408	19	150,24	119,10	119,13	1,777	-0,26	1,00	8,12	-	3,16
ЦНТ-01 обл	24/11/2005	16,00	324	3	3	0,22	106,50	106,50	1,841	2,50	-0,50	8,47	-	0,83
ЧМК -1об	31/01/2006	7,00	119	0	0	0,00	99,50	99,50	1,208	-	-	8,46	-	0,33
ЭФКО-01 об	07/03/2006	8,00	336	0	0	0,00	99,85	99,85	0,614	-	-	8,33	-	0,98
ЮТК-01 об.	16/03/2006	14,24	345	4	4	8,53	104,90	104,90	0,741	-0,11	-0,07	8,90	-	0,91
ЮТК-02 об.	08/02/2006	12,00	491	127	4	22,10	101,08	101,05	1,808	-0,01	-0,15	-	8,73	0,35
ЮТК-03 об.	07/10/2005	12,30	1467	186	0	0,00	101,75	101,80	6,066	-	0,00	-	8,92	0,50
ЯкутскЭн-1	02/03/2006	14,00	331	2	2	0,85	104,60	104,95	1,266	-0,05	-	8,37	-	0,88

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Пospelов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Еврооблигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Акции	Игорь Чемолосов	i.chemolosoov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Конверсионные операции	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@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.