

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежедневный Обзор

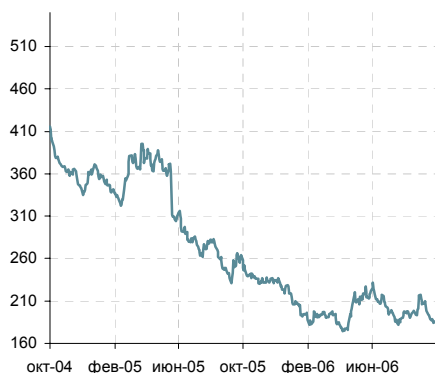
Сегодня в центре внимания данные по продажам на вторичном рынке жилья и заседание ФРС. На первичном рынке в российском сегменте – новый выпуск Сибкакадембанка в евро. (Подробнее стр.3)

Справедливый спрэд Самохвала к ОФЗ мы оцениваем на уровне 670 – 720 б.п., что соответствует доходности выпуска к полуторагодовой оферте в 12.2-12.7%. (Подробнее стр.4)

Кредитный комментарий: Самохвал (Подробнее стр.5)

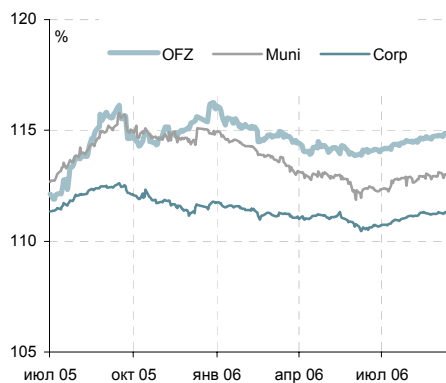
Новости	2
Мировые рынки	3
Российский долговой рынок	4
Кредитный комментарий	5
Торговые идеи	6
Приложение	7

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

НОВОСТИ

Ставка первого купона по облигациям второго выпуска «Промтрактор-Финанс» установлена в размере 10.75% годовых, что определило эффективную доходность к оферте через три года на уровне 11.04%. Выпуск размещен полностью. /Cbonds/

Полностью размещен пятый выпуск облигаций Сибкакадембанка со ставкой купона на весь срок обращения 10.05%, что определило эффективную доходность к погашению на уровне 10.3% годовых. Спрос на аукционе составил 4.3 млрд. руб. /Прайм-ТАСС/

Размещение дебютного выпуска облигаций ООО «Держава-Финанс», SPV-компании агрохолдинга «Сельпром», объемом 1 млрд. руб. запланировано на 3 ноября. /Прайм-ТАСС/

Совет директоров ОАО «ОГК-3» принял решение о размещении дебютного выпуска объемом 3 млрд. руб. /Finambonds/

Уральский оптико-механический завод планирует разметить в начале 2007 года облигационный займ в размере 1 млрд. руб. /Finambonds/

Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг Внешторгбанка с «BBB» до «BBB+». Кроме того, S&P повысило долгосрочный кредитный рейтинг дочерней компании ВТБ — ЗАО «ВТБ Розничные услуги» с «BBB» до «BBB+». Прогноз по рейтингам «Стабильный». /S&P/

Рынок еврооблигаций

Динамика базовых активов

На рынке казначейских бумаг вчера сохранялось статус-кво. При этом данные по индексу деловой активности ФРБ Ричмонда (-2., ожидания 8) оказали лишь небольшую поддержку длинному отрезку кривой. Что касается аукциона по размещению UST2, то его результаты оказались неоднозначными: с одной стороны, соотношение спроса и предложения по сравнению с предыдущим аукционом выросло с 2.77 до 2.91, с другой, доля покупок нерезидентами сократилась с 36.8% до 30.8%. В результате доходность 2-летних бумаг не изменилась, в то время как 10-летних снизилась на 1 б.п. до 4.82%.

Сегодня в центре внимания данные по продажам на вторичном рынке жилья и заседание ФРС. Мы по-прежнему считаем, что в ближайшее время ставка не изменится: регулятору необходимо выдержать паузу для мониторинга ситуации. В отношении комментария мы также не ждем изменений. После сентябрьских данных по инфляции и рынку труда фраза о возрастающей базовой инфляции и высоком уровне использования ресурсов должна остаться. В то же время, учитывая снижение общих CPI и PPI, ФРС сохранит формулировку о снижении инфляционного давления на фоне падающих цен на нефть. Что касается рынка Treasuries, то мы считаем, что произошедший в октябре рост доходностей UST уже в достаточной степени отражает смещение ожиданий понижения ставки в плоскость сохранения текущего уровня.

Развивающиеся рынки

Развивающиеся рынки стабилизировались накануне заседания ФРС, и по итогам дня спрэд EMBIG остался на уровне 185 б.п. При этом спрэды отдельных стран демонстрировали разнонаправленную динамику: Бразилия и Турция расширили спрэд на 3 б.п. и 1 б.п., в то время как Мексика и Венесуэлы сократили на 1 б.п. и 3 б.п. соответственно. Лучше рынка выглядели бумаги Эквадора (-15 б.п.): накануне второго тура президентских выборов опросы подтверждают лидирующие позиции благоприятного для рынка кандидата Нобoa.

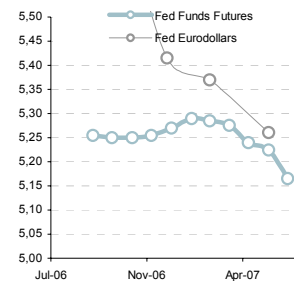
Российский сегмент

В российском сегменте, впрочем, как и на других развивающихся рынках - тишина и покой. Россия-30 закрылась на уровне 110.85-110.948% (YTM 5.89%), при этом спрэд к 10-летним бумагам расширился на 1 б.п. до 107 б.п. В корпоративном секторе активность была крайне низкой, и котировки бумаг практически не изменились. Пожалуй, стоит отметить лишь небольшой рост бумаг Газпрома, ВТБ, Северстали, но и там динамика не превышала 10 б.п.

На первичном рынке Сибкакадембанк планирует размещение евробондов, номинированных в евро. Длина бумаги пока не известна, но, согласно предварительным сообщениям, речь может идти о трех годах. Наиболее удобным для сравнения является кривая Русского Стандарта: обращающийся 3-летний бонд в евро имеет дисконт к кривой долларовых бумаг в размере 150 б.п. Исходя из доходности 3-летнего долларового Сибкакадема (8.45%), можно предположить ориентировочную доходность евровыпуска в районе 7%.

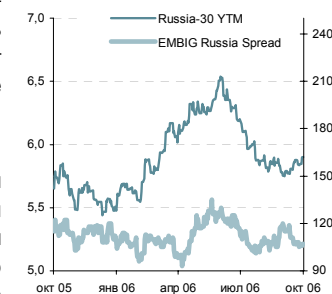
Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Кривая фьючерсов на процентную ставку



Источник: Bloomberg

Доходность России-30 и динамика спреда российского сегмента



Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Российский долговой рынок

В рублевых облигациях во вторник царил стагнация. На фоне отсутствия каких-либо новых идей и сохраняющегося давления со стороны денежного рынка, котировки по большинству ликвидных бумаг колебались около достигнутых уровней при довольно умеренной торговой активности.

В негосударственном сегменте относительно высокие обороты прошли по Мособласти-6 (-28 б.п.), возобновившей торги после очередного купона, а также 39 серии Москвы (-15 б.п.). В корпоративных выпусках в лидерах по оборотам - РЖД-5 (+1 б.п. по последней сделке), РЖД-6 (не изменились в цене), УРСИ-5 (-3 б.п.).

Сегодня серию первичных размещений продолжают выпуски Белгородской Области (1.02 млрд. руб.), Уральского лизингового центра (1 млрд. руб.) и Самохвала (1.5 млрд. руб.). Справедливый спрэд к ОФЗ последнего мы оцениваем на уровне 670 – 720 б.п., что соответствует доходности выпуска к полугодовой оферте в 12.2-12.7% (см. «Кредитный комментарий»).

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	114,67	-0,02%	-0,10%
Zetbi Muni	112,76	-0,05%	-0,05%
Zetbi Corp	111,25	0,00%	0,00%
Zetbi Corp10	119,06	-0,02%	-0,05%

Источник: Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
Мос.обл.6в	827,36	-0,28
МГор39-об	506,68	-0,06
СамарОбл 3	394,52	-0,08
Мос.обл.5в	183,04	-0,08
КраснЯрКр3	133,55	0,01

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
РЖД-05обл	580,59	0,02
РЖД-06обл	420,96	-0,09
УралСвзИн5	348,96	-0,03
ЦУН 02 обл	323,40	-
Ленэнерг01	247,65	-0,02

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кредитный комментарий

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Сегодня на рынке размещается первый облигационный заем сети «Самохвал», объединяющей 34 минимаркета и супермаркета, а также четыре торгово-развлекательных комплекса (ТРК), строительство и эксплуатация которых представляет основное направление стратегического развития группы. Основным рынком присутствия компании является Московская и прилегающие к ней области (Калужская и Рязанская). По займу объемом 1.5 млрд. руб. с погашением через три года предусмотрена полугодовая оферта и полугодовые купонные выплаты. Привлеченные средства будут направлены на частичное рефинансирование текущей задолженности и финансирование программы капитальных вложений. Привлекательной чертой данного выпуска является его простота и прозрачность: эмитентом выступает ООО «Самохвал», являющийся оператором торговой сети, а также центром концентрации операционных и финансовых потоков группы, а двумя поручителями – ООО «Дек-холдинг» и ООО «У кот», управляющие ТРК. В настоящее время единая холдинговая структура не сформирована, тем не менее, отчетность, составляемая по группе компаний, полностью отражает совокупные показатели трех основных юридических лиц, контролируемых основным акционером и основателем компании, Д.Е. Кувшиновым.

Компания осуществляет деятельность в наиболее развитом и привлекательном с точки зрения потенциала развитии регионе. С одной стороны, Московская область характеризуется наиболее высоким уровнем доходов по сравнению с прочими областями, что указывает на высокую покупательную способность населения. С другой, существенная разница в показателях оборота розничной торговли на душу населения со столичным рынком, говорит о перспективах дальнейшего увеличения объемов розничной торговли в Московской и соседних областях и сближения показателей со столичным рынком. Кроме того, развивая сеть ТРК (с 2005 г.) параллельно с продовольственной сетью, компания будет получать выгоды не только от стабильного роста рынка продовольственного ритейла на фоне наблюдаемого смещения приоритетов в сторону современных форматов торговли, но и от увеличения доли сектора услуг в совокупном обороте потребительского рынка.

Помимо управления торговыми сетями и ТРК, Самохвал занимается девелоперской деятельностью. Самостоятельное строительство предоставляет компании ряд конкурентных преимуществ. Во-первых, речь идет о высокой рентабельности девелоперской деятельности в Москве и области. Во-вторых, компания имеет возможность обеспечивать розничного оператора относительно недорогими торговыми площадями. В-третьих, это позволяет Самохвалу сдавать в аренду площади ТРК (около 30-40%). С другой стороны, наличие девелоперского бизнеса обуславливает присутствие соответствующих рисков, связанных с ростом цен на строительные материалы, постепенным сокращением свободных площадей под застройку и, как следствие, увеличением стоимости земельных участков (особенно это относится к Московской области). Кроме того, отвлечение денежных потоков на строительные нужды может замедлить динамику наращивания розничных оборотов.

Как и у многих компаний, самостоятельно осуществляющих строительную деятельность, у Самохвала в отличие от «чистых» ритейлеров, в основном арендуемых торговые помещения, в собственности находится недвижимость (площадью 34.8 тыс. кв.м.) общей стоимостью приблизительно \$ 70-75 млн. В конце 2006-2007 г. в состав имущественного комплекса Компании войдут ещё 13 объектов общей площадью 84.5 тыс. кв.м., при этом в собственности будут находиться 78.5 тыс. кв. м., в том числе все новые строящиеся магазины. Наличие недвижимости в собственности является очередным конкурентным преимуществом компании, учитывая возможность потенциальной продажи площадей с обратной арендой в случае необходимости (именно такую стратегию в настоящее время проводит Арбат Престиж, реализуя наиболее дорогие торговые помещения в Москве).

Что касается дальнейшего развития, то эмитент намерен делать основной акцент на продвижение в дальнейшем Подмоскovie и прилегающие области, а не на расширения сети на столичном рынке в силу высоких цен на недвижимость, высоких арендных ставок и усиления конкуренции. В ближайшие два года Самохвал планирует начать деятельность в Тульской, Владимирской и Ярославской областях, а в дальнейшем получить присутствие во всех областях Центрального ФО. На конец прошлого года сеть объединяла 34 розничных торговых объекта и четыре ТРК. Вплоть до 2009 г. Самохвал намерен ежегодно открывать по 15-20 розничных магазинов и вводить в эксплуатацию три-пять ТРК, в результате чего запланирован восьмикратный рост выручки с 3.9 млн. руб. в 2005 г. до 32.4 млн. руб. в 2009 г.

По товарообороту Самохвал (\$138 млн.) относится к небольшим компаниям и сопоставим с Матрицей (\$154 млн.) и Монеткой (\$175 млн.). В первом полугодии выручка компании выросла на 88% до 3.4 млрд. руб., что превышает запланированные 77% темпы роста по итогам года (до 6.9 млрд. руб.). С точки зрения эффективности деятельности,

рентабельность EBITDA в 5.7% за 2005 г. и первое полугодие текущего года уступает среднему показателю по розничным продуктовым сетям в 9.5%, что может быть связано с отсутствием эффекта экономии на масштабе и значительными затратами, связанными со строительством. Тем не менее, уже по результатам 2007 г. компания запланировала выход на 10% рентабельность EBITDA и ее поддержание на уровне 11-12% в дальнейшем. В текущем году, согласно оценкам компании, рентабельность EBITDA вырастет до 8.0%, что можно оценить как достаточно оптимистичную оценку, учитывая значительно более низкий уровень за первое полугодие, а также наблюдаемую нами общерыночную тенденцию понижающей динамики рентабельности, связанную с ростом затрат на расширение сетей.

С точки зрения долговой нагрузки, по итогам 2005 г. Самохвал достаточно обремененная долгами компания - Долг/EBITDA составил 4.9 против 2.9 по розничным продуктовым сетям. В первом полугодии 2006 г. соотношение осталось в этом же диапазоне на уровне 4.6. По результатам года с учетом привлечения финансирования и погашения части краткосрочной задолженности покрытие долга за счет EBITDA существенно не изменится, и также будет превышать прогнозный уровень по сектору в 4.0. Уровень покрытия процентных расходов за счет EBITDA достаточно низкий по сравнению с прочими продуктовыми ритейлерами: коэффициент EBITDA/Проценты по итогам 2005 г. составил лишь 2.2 относительно среднего по сопоставимым компаниям 11.2 (аналогичный низкий уровень зафиксировала в 2005 г. лишь Марта, чуть выше Матрица (2.3) и Копейка (3.8)). Хотя по итогам текущего года, на фоне значительных долговых заимствований ритейлерами ожидается существенное понижение среднего по сектору уровня обслуживания долга (наша оценка 4.0- 4.5 в среднем по сектору), тем не менее, показатель Самохвала по-прежнему будет ниже, на уровне 2.8. С точки зрения структуры кредитного портфеля по срочности, по результатам первого полугодия на «короткие» долги приходилось 40% от совокупного долга, что соответствует среднему уровню по сектору.

По уровню долговой нагрузки Самохвал сопоставим с Мартой и Матрицей, при этом чуть уступает обеим компаниям с точки зрения масштаба бизнеса и рентабельности. Однако компания характеризуется значительно более высокой финансовой прозрачностью. По дюрации выпуск Самохвала сопоставим с первым выпуском Марты, торгующимся с доходностью 13.65%, что представляет спрэд к ОФЗ в 800 б.п. На наш взгляд, Самохвал обладает значительно более привлекательным кредитным качеством по сравнению с Мартой. Основными негативным моментом является высокая финансовая нагрузка, которая, по прогнозам компании, должна постепенно снижаться уже со следующего года, учитывая практически трехкратное увеличение генерируемых денежных потоков после выхода на высокие обороты новых торговых объектов. Таким образом, мы оцениваем дисконт по облигациям Самохвала к первому выпуску Марты на уровне 100-150 б.п. В итоге, с учетом премии в 20 б.п. за первичное размещение мы оцениваем справедливый спрэд к ОФЗ по облигациям Самохвала на уровне 670-720 б.п., что соответствует оценочной доходности выпуска к полугодовой оферте в 12.2-12.7%.

Торговые идеи

Рублевые облигации

- **Юнимилк: существенная премия к ВБД при размещении, потенциал снижения доходности как минимум 30 - 50 б.п. по сравнению с уровнем, сложившемся на аукционе.**

Ожидаемый практически двукратный рост продаж в 2006 году (до 1 млрд. долл.) за счет консолидации новых заводов, а также запланированный рост рентабельности и улучшение долгового покрытия должны сократить разрыв в кредитном качестве Юнимилка и ВБД. На настоящий момент справедливая премия Юнимилка к ВБД-2 за кредитное качество, на наш взгляд, составляет максимум 150 - 170 б.п., при этом, в случае подтверждения заявленных прогнозов, можно ожидать ее дальнейшего снижения. При размещении выпуска спрэд доходности к оферте Юнимилка к ОФЗ сложился на 200 б.п. шире аналогичного спреда ВБД-2.

- **Магнит-1: потенциал снижения доходности 30-40 б.п., недооценен относительно Пятерочки-2**

Выпуск недооценен относительно облигаций Пятерочки (Пятерочка-2). Спрэд Пятерочки-2 к ОФЗ (по состоянию на 06.10.2006) составлял около 210 б.п., аналогичная премия Магнита – 240 – 250 б.п. При этом, учитывая сопоставимый масштаб бизнеса Пятерочки и Магнита, разнонаправленную динамику показателей эффективности компаний (рентабельность Пятерочки в первом полугодии 2006 снизилась, а у Магнита, напротив, выросла), а также значительно более низкую долговую нагрузку, мы полагаем, что облигации Магнита должны торговаться со спрэдом к ОФЗ, по крайней мере не превышающим спрэд Пятерочки. Т. о. потенциал снижения доходности Магнита-1 составляет порядка 30 – 40 б.п., что соответствует диапазону доходности к погашению 8% - 8.1% годовых.

- **ЭмАльянс: доходность на уровне «третьего эшелона» не отражает скорые изменения в структуре собственников основных предприятий Группы**

До конца октября контрольный пакет в предприятиях группы, специализирующихся на атомном машиностроении, и выступающих поручителями по займу, должен быть выкуплен государством в лице компании «Атомэнергомаш».

Валютные облигации

- **ТМК-09: справедливая премия к выпускам Северстали и Евразу с аналогичной дюрацией не должна превышать 50-70 б.п.**

Дебютное размещение евробондов ТМК прошло с премией почти 150 б.п. к кривым металлургов, что, на наш взгляд, необоснованно высоко.

- **МТС-12: справедливый спрэд к Вымпелкому-11 в районе 10 б.п.**

Недавнее ралли в бумагах Вымпелкома-11 привело к тому, что дисконт кривой МТС необоснованно вырос до исторически максимальных 40 б.п.

- **БанкМосквы-13: справедливый спрэд к РСХБ-13 должен составлять 40-50 б.п.**

В то время как спрэд между выпусками банков с погашением в 2010 году варьируется в коридоре 40-50 б.п., между более длинными бумагами спрэд составляет 80 б.п.

- **РСХБ-16: потенциал снижения доходности около 30 б.п.**

Мы полагаем, что премия за субординированность для квазисуверенного банка на уровне 60 б.п. завышена. Так для ВТБ подобная премия практически равна нулю.

- **ГМК НорНикель-09: потенциал снижения доходности около 30 б.п.**

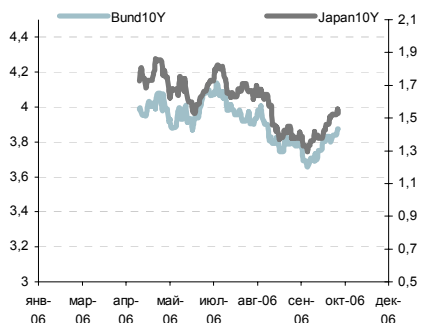
После повышения рейтинга агентством Moody's на две ступени до «Ваа2», мы полагаем, что евробонд может сократить премию к кривой ТНК-ВР до нуля.

Приложение 1. Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	10/24/2006	4,91	0	27	57
UST 10 yr	10/24/2006	4,82	-1	28	29
UST 30 yr	10/24/2006	4,94	-2	25	21
Bund 2 yr	10/23/2006	3,73	3	24	118
Bund 10 yr	10/23/2006	3,88	4	21	57
Bund 30 yr	10/23/2006	4,02	3	15	27
Fed Fund	10/23/2006	5,25	0	0	150
Libor 1 mo	10/23/2006	5,32	0	-0,6	127
Libor 6 mo	10/23/2006	5,42	1	4,9	105
Libor 12 mo	10/23/2006	5,42	1	13	86
S&P 500	10/25/2006	1377,38	0,03%	3,85%	15,11%
Nasdaq Composite	10/25/2006	2344,84	-0,46%	4,26%	11,16%
RTS	10/24/2006	1608,84	-0,58%	10,76%	77,90%
EURUSD	10/25/2006	1,2566	0,06%	-1,41%	3,80%
USDJPY	10/25/2006	119,27	-0,08%	2,29%	3,68%
USDRUB	10/25/2006	26,90	-0,03%	0,64%	-5,52%
EURRUB	10/25/2006	33,80	0,03%	-0,75%	-1,91%
Brent 1m Future	10/25/2006	60,15	0,48%	-1,07%	-0,15%
Gold	10/25/2006	584,35	-0,36%	-1,09%	23,65%

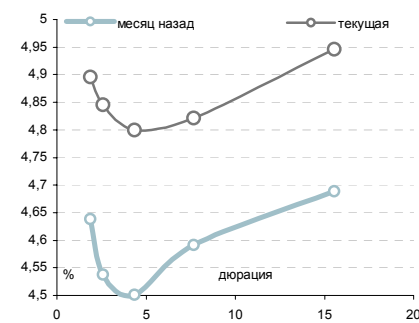
Источник: Bloomberg

Динамика доходности 10Y немецких и японских облигаций



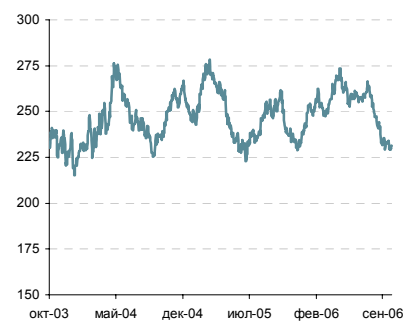
Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спред между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



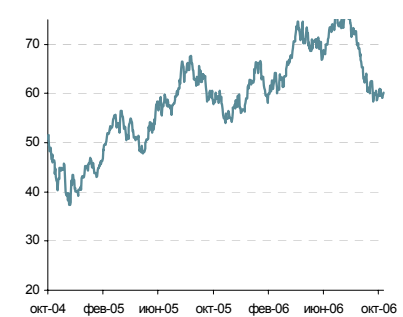
Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp				YTM
			day	week	month	year	
Russia-30*	10/24/2006	110,90%	-2	-47	-108	-71	5,90
UMS-31*	10/23/2006	124,52%	-61	-22	-140	101	6,33
Turkey-30*	10/24/2006	149,18%	-5	-89	106	392	7,41
Venezuela-27*	10/23/2006	122,31%	-83	-26	226	729	7,17
EMBIG	10/24/2006	185	0	-3	-23	-52	-
EMBIG Russia	10/24/2006	107	1	0	-8	-11	-
EMBIG Brazil	10/24/2006	211	1	-1	-21	-97	-
EMBIG Mexico	10/24/2006	125	-1	-3	-16	-18	-
EMBIG Turkey	10/24/2006	227	3	-1	-29	4	-
EMBIG Venezuela	10/24/2006	215	-3	-3	-18	-98	-

* - Указаны котировки

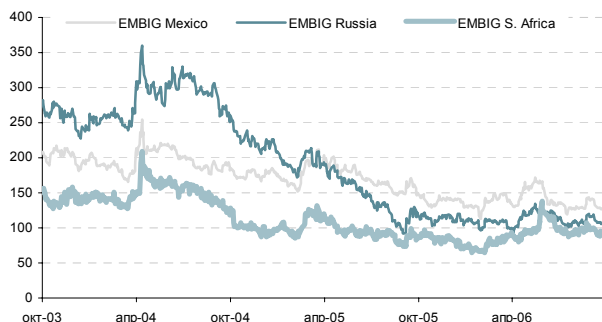
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



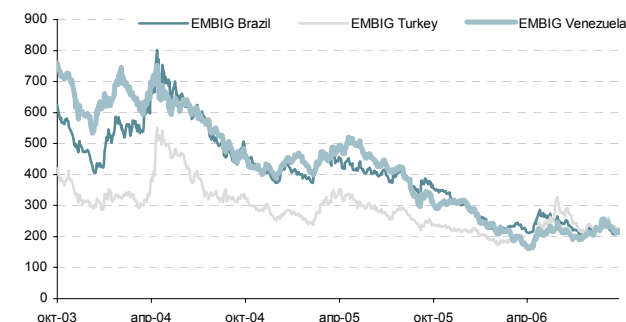
Источник: Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

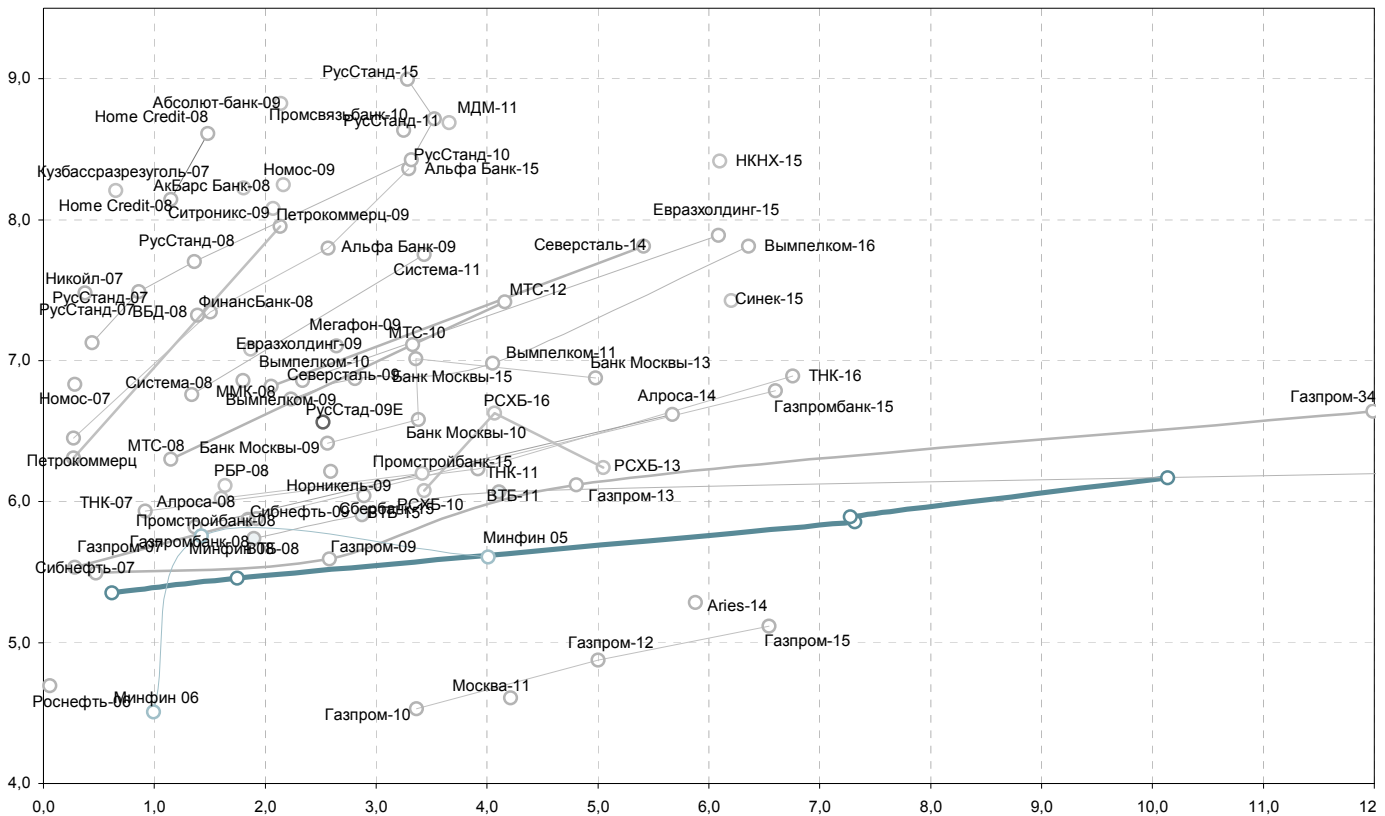
Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

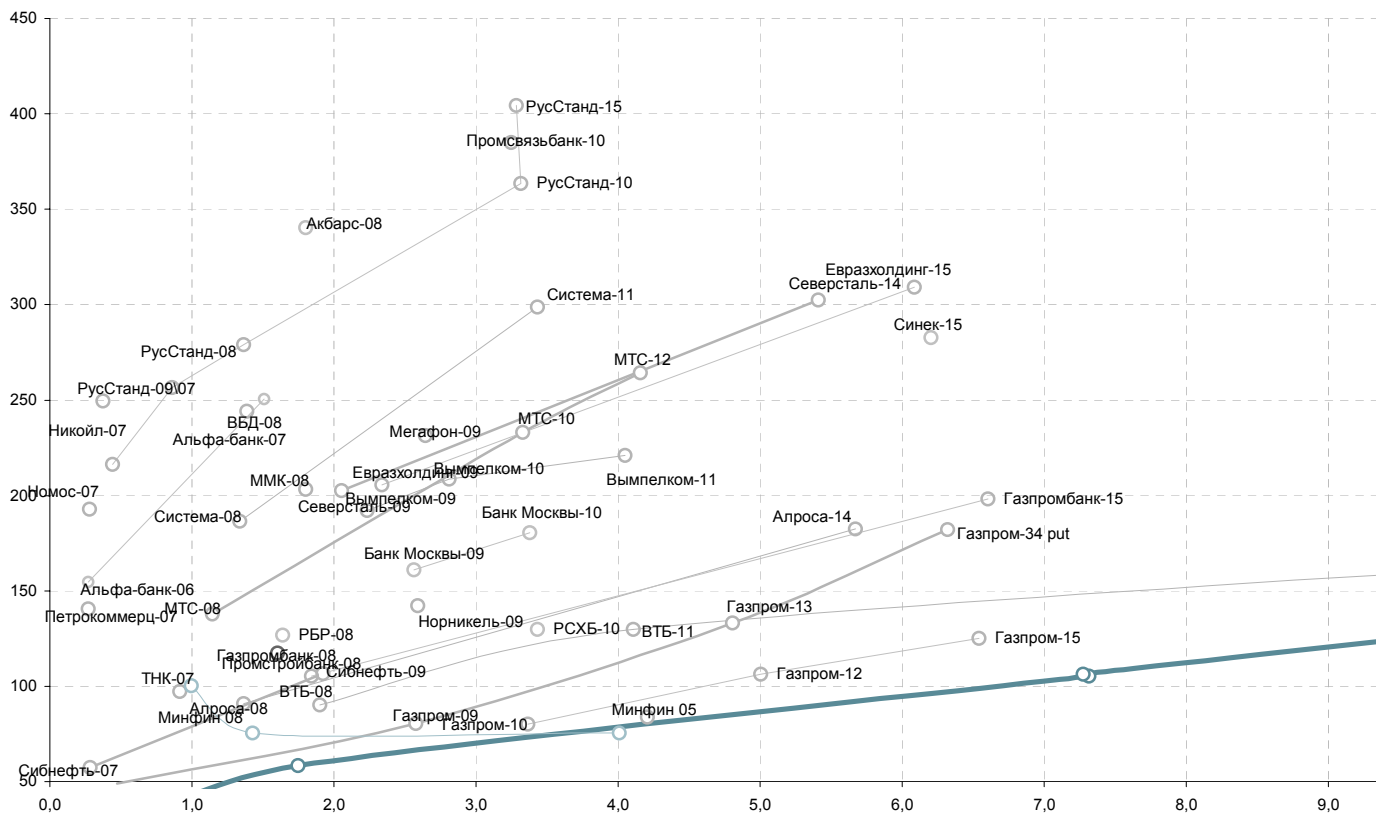
Приложение 2. Российский рынок еврооблигаций

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

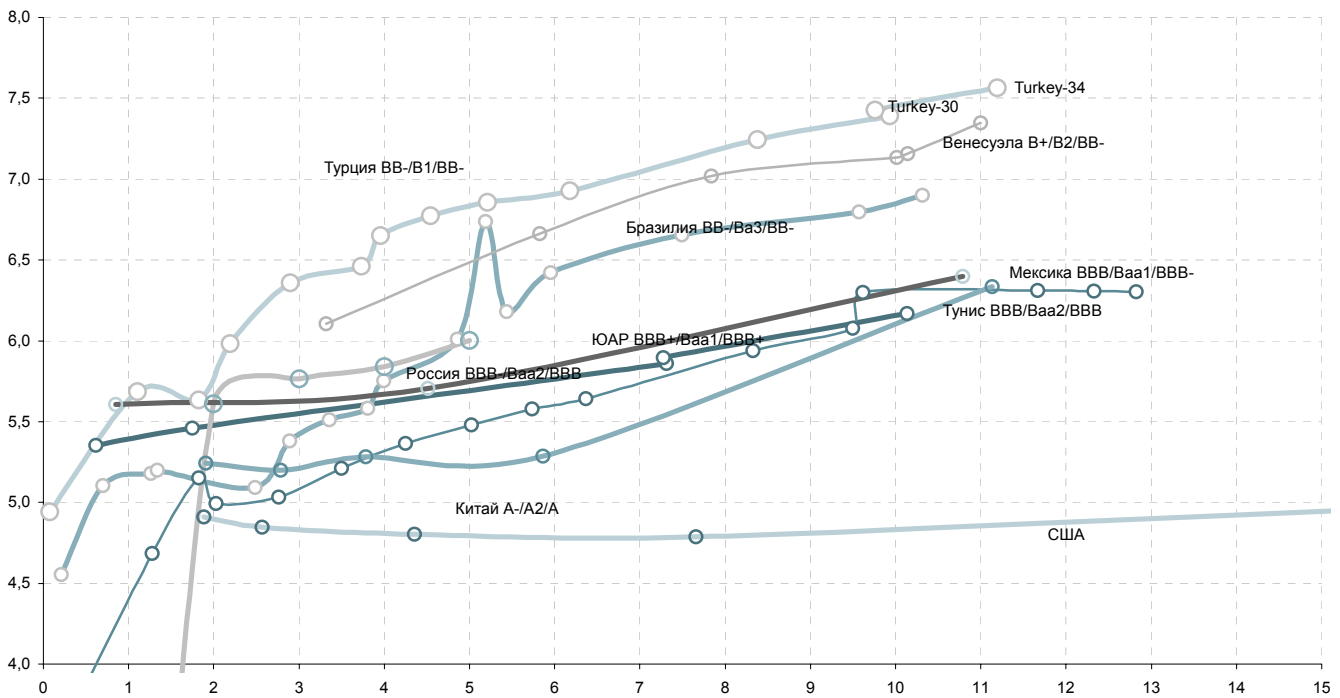
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	102,89	102,94	5,39	0,62	24
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,79	104,84	5,51	1,75	182
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	142,68	143,17	5,88	7,32	105
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	177,82	178,07	6,17	10,14	128
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	110,85	110,95	5,90	7,27	99
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	98,38	98,48	4,56	0,99	-52
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	95,93	96,03	5,79	1,43	72
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	89,58	89,78	5,64	4,01	75
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	103,18	103,26	3,61	0,49	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	110,51	110,76	3,91	2,68	17
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	127,59	127,84	5,30	5,88	48
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa2/-/BBB+	107,63	107,98	4,65	4,21	86
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB-	101,62	101,72	5,60	0,47	42
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB-	112,97	113,27	5,65	2,58	80
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB-/BBB-	111,06	111,46	4,59	3,37	82
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB-	117,93	118,18	6,14	4,81	133
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	Baa1	104,89	105,14	5,13	6,54	129
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB /*+/BBB	104,71	104,96	6,65	8,44	180
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	Baa1/BBB-/BBB-	124,64	124,89	6,65	11,99	172
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB+	101,59	101,64	5,62	0,28	49
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+	109,63	109,93	5,95	1,92	106
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BB+	104,78	104,93	6,01	0,92	93
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BB+	102,33	102,58	6,26	3,92	146
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BB+	103,99	104,24	6,91	6,76	209
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,750	Baa2/BB	100,42	100,43	4,78	0,06	-33
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,88	104,06	6,38	1,15	134
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	104,03	104,28	7,15	3,33	233
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	102,23	102,48	7,45	4,16	264
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB+	107,50	107,75	6,78	2,23	192
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB+	102,99	103,24	6,92	2,81	208
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB+	105,52	105,77	7,01	4,05	221
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB+	102,65	102,90	7,83	6,36	301
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	B1/BB-	102,21	102,46	7,15	2,64	231
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B/B+	104,54	104,76	6,84	1,34	183
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B/B+	103,59	103,97	7,81	3,43	299
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	99,31	99,56	8,14	2,07	326
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	102,14	102,39	6,26	2,59	142
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB-	101,82	102,07	6,93	1,80	202
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,44	103,79	6,90	2,05	202
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	107,73	108,03	7,84	5,41	302
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,48	101,70	7,40	1,39	241
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	103,15	103,30	5,87	1,37	88
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	113,66	113,91	6,64	5,67	182
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,67	109,92	6,91	2,337	206
Evrzholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	102,05	102,30	7,91	6,087	309
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	100,34	100,51	8,33	0,654	319
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB	101,47	101,72	7,45	6,203	263
Banks									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	-/BBB	100,48	100,54	6,79	2,89	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	102,03	102,23	5,79	1,90	89
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	105,78	106,03	6,10	4,11	130
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	100,94	101,19	6,95	2,87	111
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	100,21	100,46	6,22	13,02	128
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB	102,31	102,56	5,94	1,84	103
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	97,98	98,10	6,80	6,60	198
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	99,58	99,83	8,88	2,14	401
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/B+	99,34	99,59	8,29	1,80	338
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,25	100,32	6,58	0,27	145
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,31	100,61	7,44	1,51	248
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B/B+	100,64	100,89	9,43	3,30	358
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	103,94	104,14	6,45	2,56	161
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	102,53	102,78	6,62	3,38	180
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	102,12	102,37	6,90	4,98	209
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,13	101,38	6,10	1,60	115
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	99,80	100,00	6,98	3,42	141
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B-/B+	103,63	104,02	8,74	3,66	393
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,53	100,61	6,96	0,28	183
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	99,65	100,00	8,33	2,16	346

Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/NR	100,48	100,54	7,56	0,38	240
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3/-/-	100,62	100,69	6,44	0,27	131
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,74	100,09	8,03	2,14	316
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B /*+	100,13	100,38	8,67	3,25	385
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	102,58	102,83	6,12	3,43	130
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	104,68	104,93	6,27	5,05	146
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,59	100,70	7,25	0,44	208
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,04	100,26	7,62	0,86	251
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,42	100,57	7,76	1,36	276
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,75	96,95	8,46	3,32	363
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	99,41	99,66	8,75	3,52	394
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	99,32	99,57	9,63	3,28	422
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	103,94	104,19	8,16	2,50	340

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Еврооблигации развивающихся рынков

Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

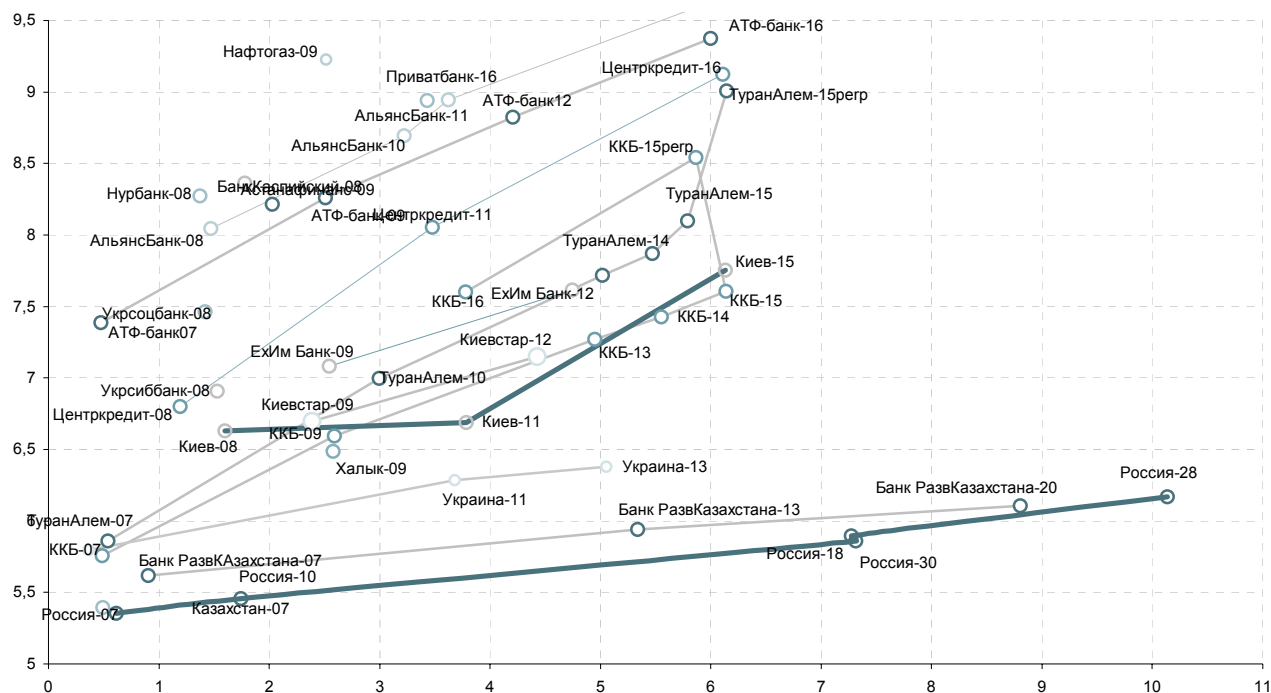
Котировки еврооблигаций развивающихся рынков

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid Price	Ask Price	YTM, %	Modified Duration
Brazil								
A-Bond	1/15/2018	4 509	8,00	BB/Ba2/-	109,57	109,82	6,74	5,19
Brazil-40	8/17/2040	5 157	11,00	BB/Ba2/BB	130,31	130,41	6,42	5,95
Turkey								
Turkey-30	1/15/2030	1 500	11,88	BB-/Ba3/BB-	148,98	149,37	7,39	9,94

Источник: Bloomberg

Приложение 4. 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/BB-	101,08	101,43	8,046	1,47
ATF Bank-07	5/4/2007	100	8,50	B+/Ba1/BB-	100,42	100,55	7,387	0,47
ATF Bank-09	11/9/2009	200	8,88	B+/Ba1/BB-	101,11	101,61	8,259	2,51
ATF Bank-12	4/12/2012	200	9,25	B+/Ba1/BB-	101,33	101,81	8,822	4,21
Centercredit-08	2/14/2008	200	8,00	-/Ba1/BB-	101,13	101,44	6,802	1,19
Dev. Bank of Kazakhstan-07	10/10/2007	100	7,13	BBB-/Baa1/BBB	101,22	101,36	5,619	0,90
Dev. Bank of Kazakhstan-13	11/12/2013	100	7,38	BBB-/Baa1/BBB	107,65	108,15	5,94	5,34
Dev. Bank of Kazakhstan-20	6/3/2020	100	6,50	BBB-/Baa1/BBB	103,10	103,60	6,106	8,80
Halyk Bank-09	10/7/2009	200	8,13	BB+/Baa1/BB+	103,90	104,31	6,488	2,58
Kazakhstan-07	5/11/2007	350	11,13	BBB-/Baa2/BBB	102,85	102,95	5,393	0,49
KKB-07	5/8/2007	200	10,13	BB+/Baa1/BB+	102,08	102,21	5,758	0,48
KKB-09	11/3/2009	500	7,00	BB+/Baa1/BB+	100,69	101,09	6,594	2,59
KKB-13	4/16/2013	500	8,50	BB+/Baa1/BB+	105,75	106,25	7,27	4,95
KKB-14	4/7/2014	400	7,88	BB+/Baa1/BB+	102,21	102,51	7,427	5,56
Nurbank-08	4/28/2008	150	9,00	B/Baa3/-	100,66	101,00	8,271	1,37
Bank TuranAlem-07	5/29/2007	100	10,00	BB/Baa1/BB+	102,17	102,32	5,859	0,54
Bank TuranAlem-10	6/2/2010	600	7,88	BB/Baa1/BB+	102,40	102,73	6,999	3,00
Bank TuranAlem-14	3/24/2014	400	8,00	BB/Baa1/BB+	100,21	100,71	7,869	5,47
Bank TuranAlem-15	2/10/2015	350	8,50	BB/Baa1/BB+	101,87	102,37	8,099	5,79
Bank Caspian-08	10/17/2008	150	7,88	-/Ba2/B+	98,75	99,13	8,361	1,78
Ukraine								
Kyivstar-09	8/17/2009	266	10,38	BB-/B1/-	108,73	109,22	6,699	2,39
Kyivstar-12	4/27/2012	175	7,75	BB-/B1/-	102,20	102,70	7,148	4,43
Naftogaz-09	9/30/2009	500	8,13	-/Ba2/B+	96,98	97,23	9,226	2,52
Ukraine-07E	3/15/2007	1 133	10,00	BB-/B1/BB-	102,19	102,29	3,812	0,37
Ukraine-06	3/15/2007	1 529	11,00	BB-/B1/BB-	101,84	101,91	5,795	0,36
Ukraine-11	3/4/2011	600	6,88	BB-/B1/BB-	101,82	102,20	6,286	3,68
Ukraine-13	6/11/2013	1 000	7,65	BB-/B1/BB-	106,31	106,76	6,38	5,05
Kiev-08	8/8/2008	150	8,75	BB-/B2/-	103,18	103,48	6,629	1,60
Kiev-11	7/15/2011	200	8,63	BB-/B2/-	107,20	107,70	6,688	3,78
Kiev-15	11/6/2015	250	8,00	BB-/B2/-	101,33	101,58	7,753	6,13
Ukrsibbank-08	7/14/2008	125	8,95	-/Ba2/BB-	102,92	103,22	6,906	1,53
Exlm Bank-09	9/23/2009	250	7,75	-/Ba2/BB-	101,31	101,71	7,083	2,54
Exlm Bank-12	10/4/2012	250	6,80	-/Ba2/BB-	95,92	96,17	7,613	4,75

Источник: Bloomberg

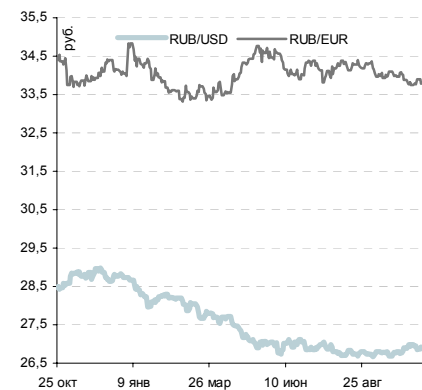
Приложение 5. Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



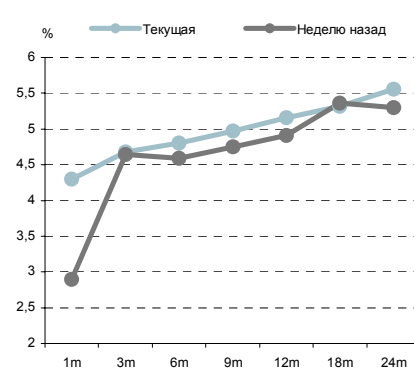
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса рубля к доллару и евро



Источник: Bloomberg

Кривая доходности NDF на курс руб/долл.

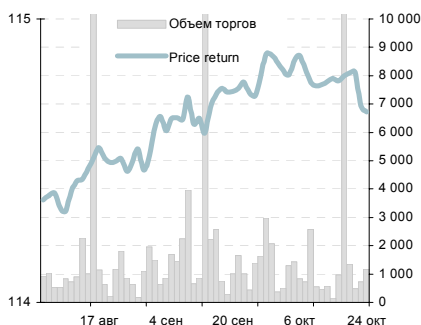


Источник: Reuters

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, % год	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			посл	ср взв		день	неделя
SU45001RMFS3	0,08	4,02	100,47	100,47	1,888	-	0,000
SU25060RMFS3	2,33	6,01	99,79	99,80	1,319	-0,083	-0,045
SU46018RMFS6	8,66	6,58	111,75	111,75	1,067	-0,094	-0,032
SU46020RMFS2	12,86	6,80	102,75	102,71	1,305	-0,039	-0,036
МГор31-об	0,56	6,60	102,01	102,01	1,781	-	-0,64
МГор40-об	0,96	5,55	104,50	104,50	2,466	-	-0,27
МГор29-об	1,49	5,64	106,80	106,80	3,863	-	0,8
МГор38-об	3,46	6,45	113,25	113,18	3,288	-	-0,12
МГор39-об	5,71	6,78	109,85	109,91	2,603	-0,06	-0,12
ВТБ - 5 об	0,52	5,45	100,45	100,45	1,512	-	0
РЖД-02обл	1,07	6,11	101,85	101,85	2,951	-	0
ГАЗПРОМ А6	2,55	6,73	100,75	100,80	1,428	0,09	-0,08
ФСК ЕЭС-02	3,17	7,13	103,89	103,93	2,690	-0,08	-0,07
РЖД-07обл	4,82	7,12	102,65	102,68	3,310	0,03	-0,06

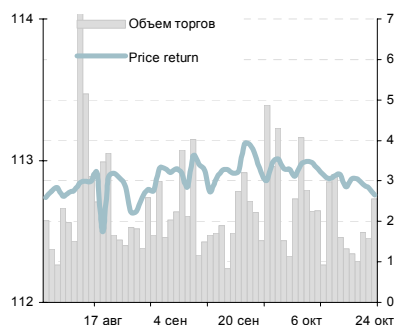
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI OFZ и объема торгов в сегменте



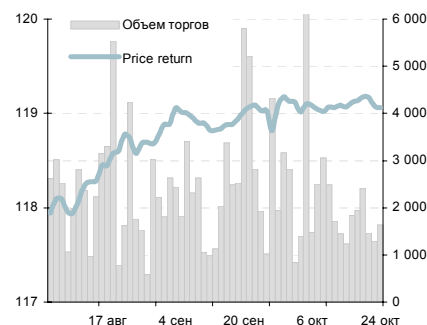
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI Muni и объема торгов в сегменте



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика индекса ZETBI Corp 10 и объема торгов в сегменте *



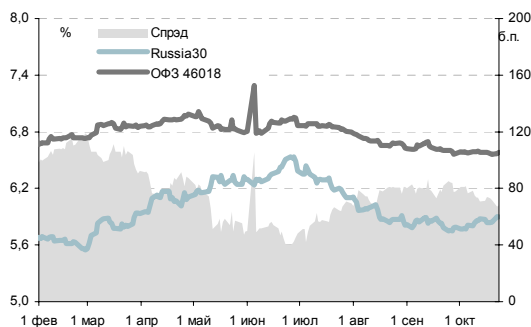
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Ближайшие первичные размещения

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор
25 окт	Уральский лизинговый центр	1 000	Уралсиб
25 окт	Белгородская область	1 020	Банк Национальный Стан
25 окт	Самохвал	1 500	Атон
26 окт	Жилсоципотека-Финанс	600	ТрансКредитБанк
26 окт	Содружество-Финанс	2 500	Райффайзенбанк
26 окт	Группа Джей Эф Си	2 000	Уралсиб
26 окт	БелазКомплект Плюс	500	Росбанк
26 окт	Нижегородская область	2 000	ВТБ, Росбанк, КИТ Финанс
27 окт	Банана-Мама	1 000	Тройка Диалог
3 ноя	Держава-Финанс	1 000	ИК Финанс, ИФК Солид
ноябрь	Протек-Финанс	5 000	Райффайзенбанк, Ренесс

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика спреда ОФЗ 46018 и Russia 30

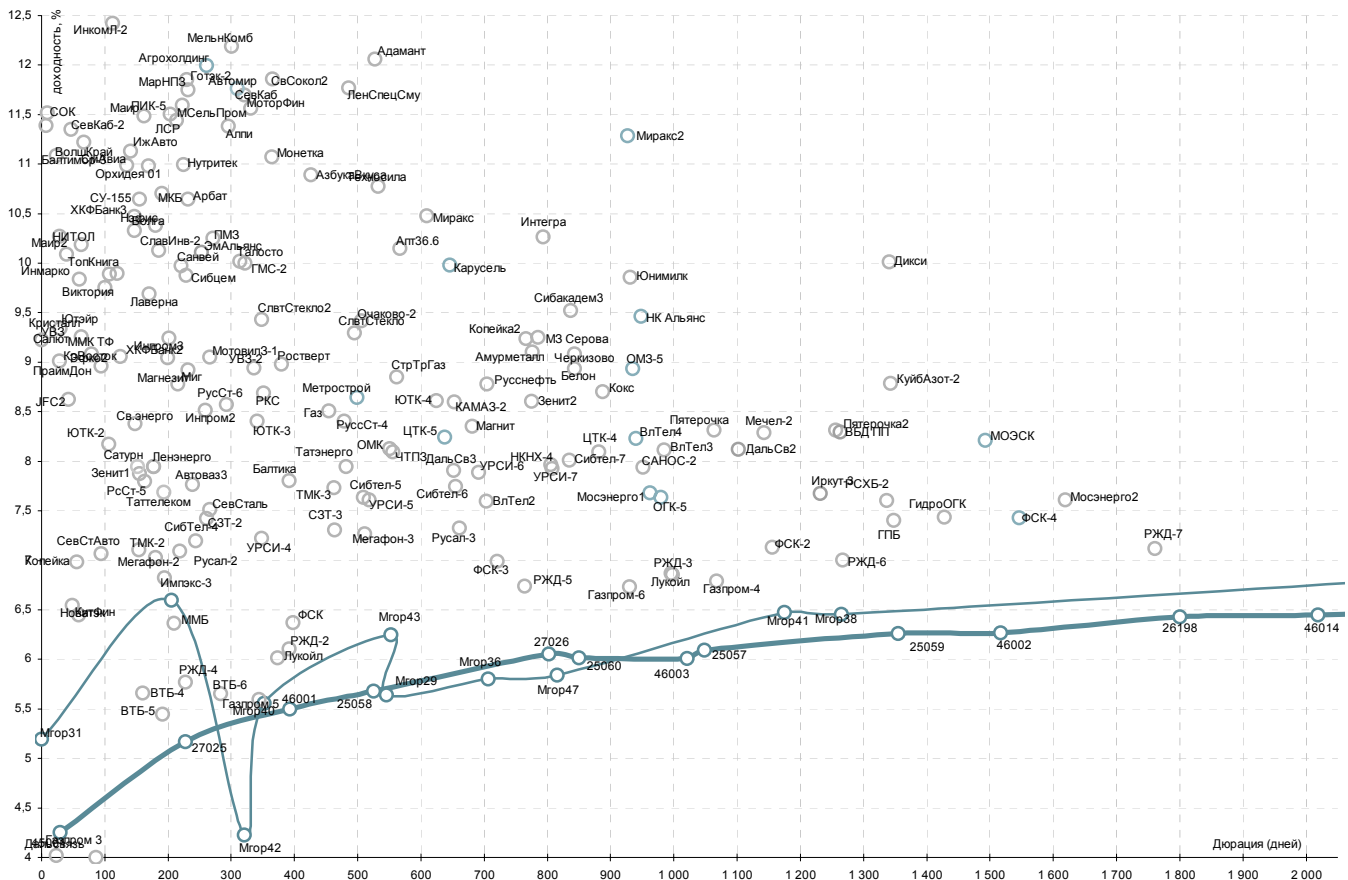


Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

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

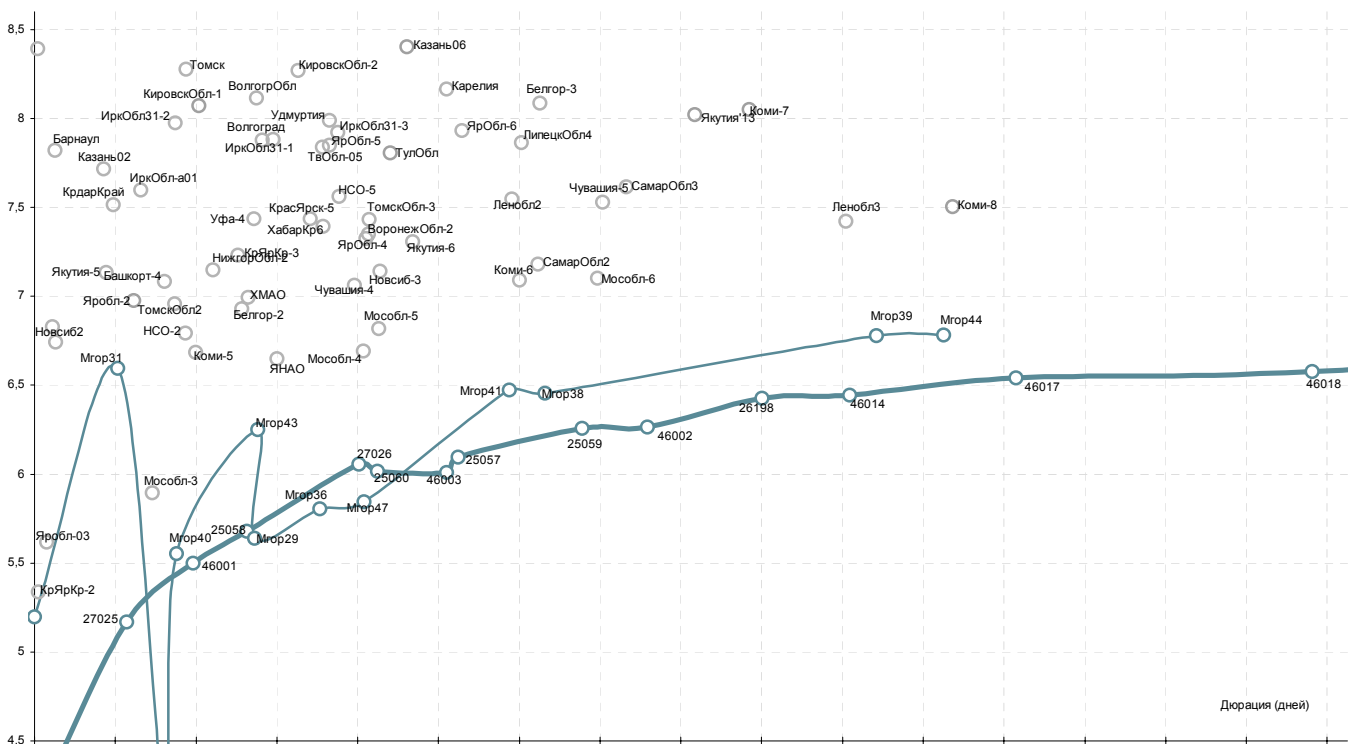
Приложение 6. Российский долговой рынок

Кривая доходности корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кривая доходности субфедеральных облигаций

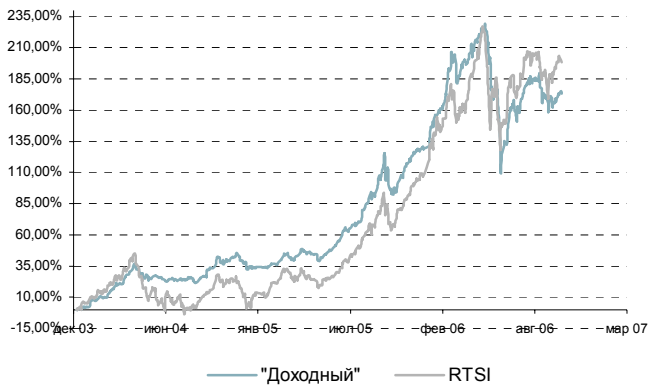


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

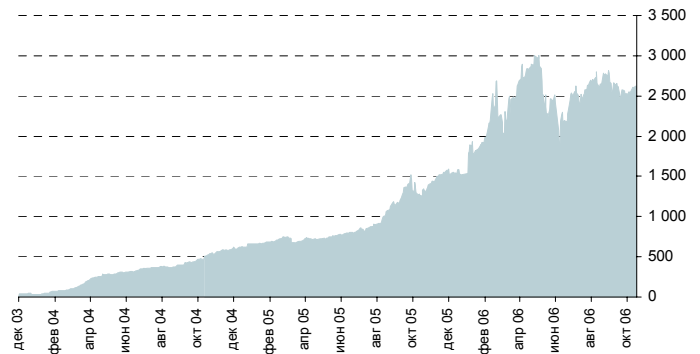


Приложение 7. ОФБУ Банка ЗЕНИТ

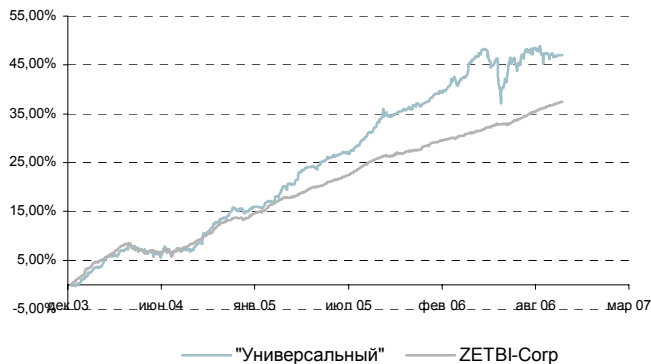
ОФБУ "Доходный"



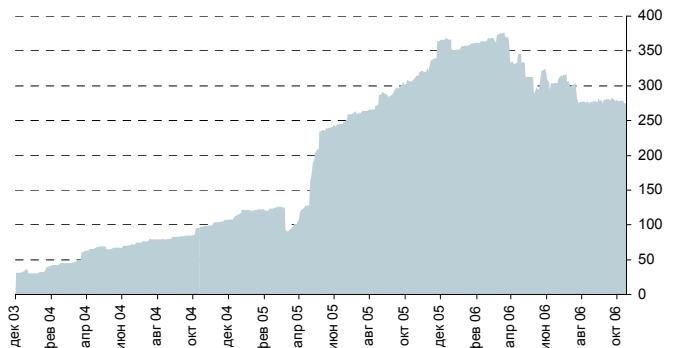
Стоимость чистых активов фонда "Доходный" млн. руб.



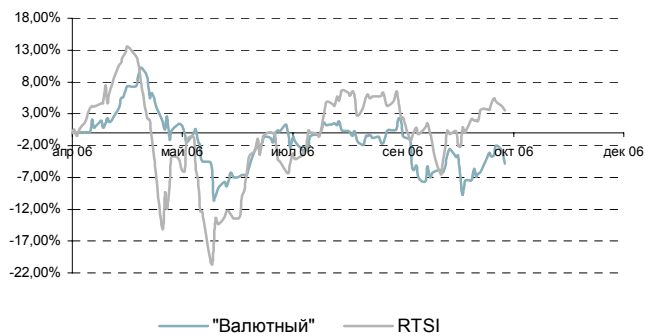
ОФБУ "Универсальный"



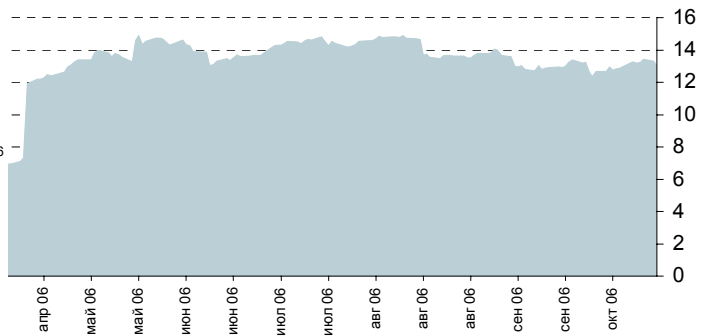
Стоимость чистых активов фонда "Универсальный" млн. руб.



ОФБУ "Валютный"



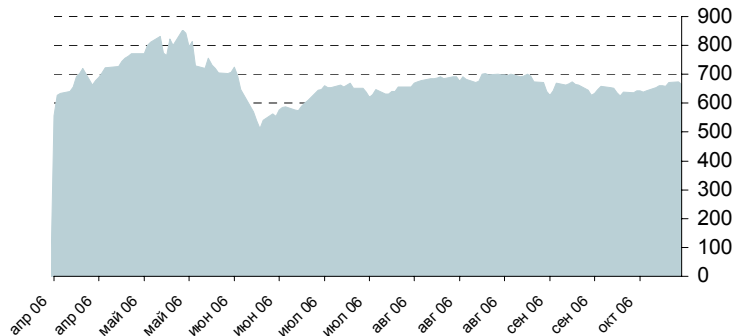
Стоимость чистых активов фонда "Валютный" млн. дол.



ОФБУ "Перспективный"

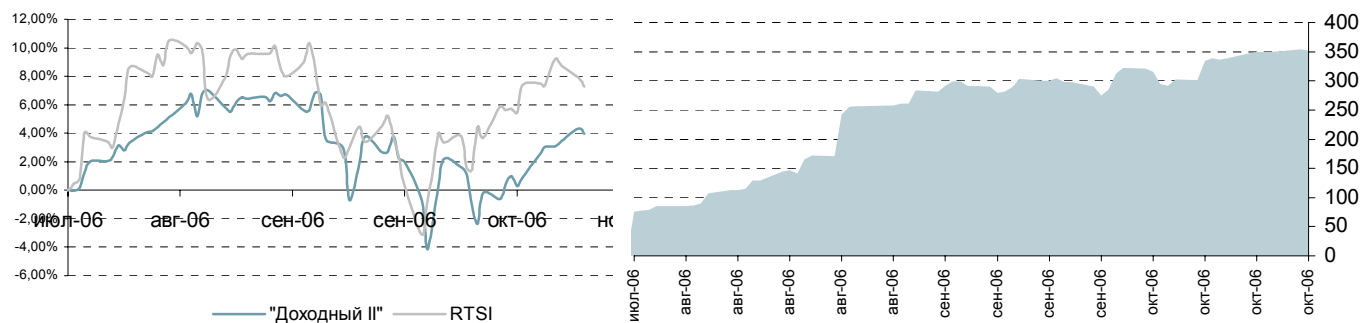


Стоимость чистых активов фонда "Перспективный" млн. руб.



ОФБУ "Доходный II"

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



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	173,05%	18,98%	-0,90%	1,35%	-13,64%	25,63%	35,86	1,48
Универсальный	Консервативная	46,98%	7,20%	-0,01%	-0,15%	0,22%	8,63%	12,43	0,75
Перспективный	Фонд производных инструментов	-14,30%	-	-0,82%	0,81%	-19,59%	-	11,35	-
Валютный	Агрессивная	-4,82%	-	-1,94%	1,67%	-5,63%	-	4,14	-
Доходный II	Агрессивная	3,98%	-	-0,33%	1,71%	-	-	2,62	-
RTSI	Индекс РТС	198,20%	42,93%	-0,58%	4,83%	-0,54%	68,54%	41,01	1,51
ZETBI-Corp	Индекс облигаций	37,51%	7,21%	0,02%	0,72%	4,76%	8,82%	8,86	0,68

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

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

Начало работы ОФБУ "Доходный II" - 24.07.2007

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

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
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
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	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
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

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.