

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Ежедневный Обзор

На фоне очередных сигналов о замедлении экономики можно ожидать плавного снижения доходностей. В то же время, мы в очередной раз отмечаем, что инфляция остается головной болью ФРС, и в связи с этим вряд ли регулятор готов начать понижение ставки.

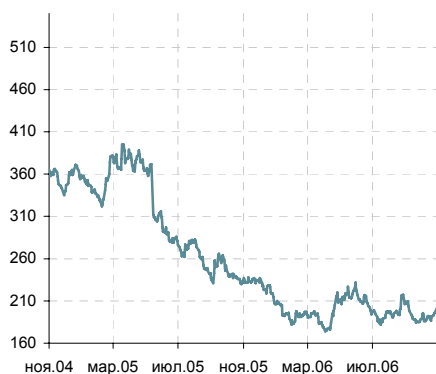
Планируемая доходность 3-летнего выпуска ВТБ24 выглядит привлекательной для участия в аукционе. (Подробнее стр.3 )

Нынешние налоговые выплаты участникам рынка удалось пережить достаточно безболезненно.

В краткосрочной перспективе бумаги ФСК-4 и Мосэнерго-1 могут находиться под давлением первичного сегмента. (Подробнее стр.4 )

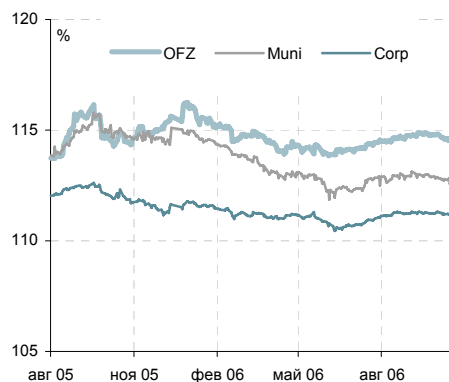
Новости	2
Мировые рынки	3
Российский долговой рынок	4
Торговые идеи	5
Приложение	6

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев  
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

Александр Доткин  
a.dotkin@zenit.ru

Полина Бардаева  
p.bardaeva@zenit.ru

www.zenit.ru

## НОВОСТИ

Полностью размещен дебютный выпуск ООО «Гидромашсервис». Ставка первого купона установлена в размере 9.9% годовых. Эффективная доходность к оферте через полтора года составляет 10.14% годовых. Спрос на аукционе составил 1.556 млрд. руб. /Cbonds/

Ставка первого купона по облигациям дебютного выпуска ООО «Энергомаш» установлена в размере 11.5% годовых, что соответствует доходности 11.83% годовых к оферте через 1.5 года. /Finambonds/

Ставка первого купона по облигациям ООО «ДКС Республики Башкортостан» установлена в размере 12% годовых, что соответствует доходности к оферте через 1 год 12.36% годовых. /Cbonds/

Размещение дебютного выпуска ОАО КБ «Солидарность» объемом 1 млрд. руб. намечено на 5 декабря. /Finambonds/

На 5 декабря намечено размещение дебютного выпуска документарных процентных неконвертируемых облигаций ЗАО «КБ ДельтаКредит» объемом 1.5 млрд. руб. /Finambonds/

5 декабря ООО «Интегра Финанс» планирует размещать второй выпуск облигаций объемом 3 млрд. руб. /Cbonds/

ЗАО «Северный город» сообщило о переносе даты начала размещения третьего выпуска облигаций объемом 300 млн. руб. с 30 ноября на неопределенный срок. /Finambonds/

## Рынок еврооблигаций

### Динамика базовых активов

Вчера внимание участников рынка было сконцентрировано на публикуемой макроэкономической статистике. Заказы на товары длительного потребления снизились на 8.3% против ожидаемого снижения на 5%, а показатель, исключая транспортные средства, снизился на 1.7% против ожидаемого роста на 0.2%. Кроме этого, индекс потребительского доверия снизился по сравнению с прошлым месяцем до 102.9 п. против 105.1 п. (прогноз 106 п.). Инвесторы расценили вышедшие данные как сигналы о замедлении темпов роста экономики, и доходность UST10 опустилась до уровня 4.48%.

Однако после публикации второй порции макростатистики, в частности, данных о росте продаж домов на вторичном рынке на 0.5% (прогноз -0.6%) инвесторы в Treasuries поумерили аппетиты. Негатива также добавило выступление главы ФРС Бернанке, заявившего, что инфляционные опасения, связанные с рынком труда, все еще остаются высокими. Тем не менее, по итогам дня казначейские бумаги закрылись в положительной зоне: доходность 10-летних Treasuries снизилась на 3 б.п. до 4.50%, 2-летних – на 4 б.п. до 4.68%.

Динамика рынка подтверждает высказанные нами ожидания плавного снижения доходностей на фоне очередных сигналов о замедлении экономики. В то же время, мы в очередной раз отмечаем, что инфляция остается головной болью ФРС, и в связи с этим вряд ли регулятор готов начать понижение ставки.

### Развивающиеся рынки

Развивающиеся рынки поддержали базовые активы и росли в течение дня, однако, с некоторым отставанием, выразившись в небольшом расширении спрэдов. Таким образом, спрэд Турции вырос на 4 б.п., Мексики – на 2 б.п., Бразилии – на 1 б.п.

Динамику против рынка демонстрировали бумаги Эквадора (спрэд -6 б.п.), где инвесторы, судя по всему, решили купить подешевевший на результатах выборов долг.

### Российский сегмент

Поведение российского сегмента соответствовало динамике базовых активов. К концу дня Россия-30 выросла на 17 б.п. до 112.74-112.842% (YTM 5.67%), при этом спрэд к 10-летним Treasuries остался на уровне предыдущего дня в 117 б.п.

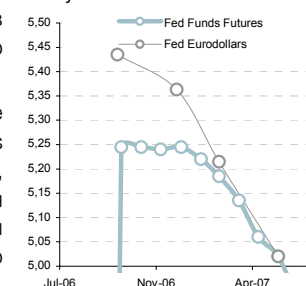
В секторе корпоративных еврооблигаций с утра отмечались продажи по большинству выпусков, однако рост суверенного сегмента позволил вернуться выпускам к предыдущим уровням. Тем не менее, на фоне роста базовых активов спрэд индекса RUBI расширился на 4 б.п. до 218 б.п.

На первичном рынке стала известна планируемая доходность 3-летнего выпуска ВТБ24 - премия в 80-85 б.п. к 3-месячному LIBOR (5.37%). Таким образом, ожидаемая доходность может составить 6.17-6.22%, что выше обозначенного нами ранее справедливого уровня в 6.0-6.1%, соответствующего уровню кривой доходности других «дочек» ВТБ – Промстройбанка и ВТБ Еуроге. В связи с этим выпуск выглядит привлекательным для участия в аукционе.

Александр Доткин  
a.dotkin@zenit.ru

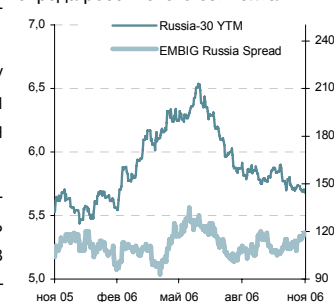
Полина Бардаева  
p.bardaeva@zenit.ru

Кривая фьючерсов на процентную ставку



Источник: Bloomberg

Доходность России-30 и динамика спреда российского сегмента



Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

## Российский долговой рынок

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

Оглядываясь на начало текущей недели, можно сказать, что нынешние налоговые выплаты участникам рынка удалось пережить достаточно безболезненно. Похоже, что «иммунитет» инвесторов к высоким ставкам МБК, которые вчера большую часть дня варьировались на уровне 8%-9%, а отдельные сделки проходили на уровне 10%, крепнет с каждым днем. Стоит отметить, что при текущих условиях определенную поддержку участникам рынка оказал валютный рынок.

Вчера основная «нагрузка» пришлась на корпоративный сегмент, внимание на который инвесторы переключили в значительной мере в силу того, что основная часть ОФЗ уже оказалась в РЕПО у ЦБ. Несмотря на то, что продажи в сегменте госбумаг были очень скромными, котировки серии 46003 по итогам последних сделок снизились на 57 б.п., а по 25058 – на 20 б.п.

Ключевым событием вчерашнего дня стал выход на вторичный рынок выпусков Мосэнерго-1 и ФСК-4, котировки которых по итогам последних сделок установились гораздо ниже уровней, фигурировавших на форвардном рынке. В частности, бумаги Мосэнерго-1 закрылись по номиналу, а ФСК-4 по 99.9%.

В краткосрочной перспективе данные бумаги могут находиться под давлением первичного сегмента, в частности, анонсированных ФСК-5, дебютного выпуска ОГК-3 и Ленэнерго-2. что, на наш взгляд, вполне может сдерживать рост их котировок до новых аукционов.

В первичном сегменте сегодня облигации второй серии на сумму 5 млрд. руб. предложит Газпромбанк. Присутствующий на рынке выпуск Газпромбанк-1 торгуется с доходностью 7.53% годовых при дюрациях около 4 лет.

При размещении нового выпуска эмитент решил воспользоваться сценарием, который использовал в июле, при размещении шестого выпуска, ВТБ, выставив годовую оферту, что вкупе со статусом «дочки» Газпрома обеспечит довольно высокий интерес к данному выпуску со стороны крупных институциональных инвесторов и иностранные банков.

### Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	114,22	-0,02%	0,20%
Zetbi Muni	112,30	0,04%	0,06%
Zetbi Corp	110,96	0,00%	0,06%
Zetbi Corp10	118,72	0,01%	0,20%

Источник: Банк ЗЕНИТ

### Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
МГор39-об	591,32	-0,08
Саха(Якут)	278,77	-0,31
Мос.обл.6в	265,49	-0,15
МГор44-об	160,49	0,06
СамарОбл 3	139,75	-0,19

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

### Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
ФСК ЕЭС-04	2987,79	-0,06
Мосэнерго1	2894,08	0,02
Миракс 02	966,44	0,05
ФСК ЕЭС-02	642,99	-0,05
ЦентрТел-4	592,13	-0,07

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

## Торговые идеи

### Рублевые облигации

- **ГАЗ** – завышенный спрэд к ОФЗ относительно отраслевых аналогов, справедливый спрэд оцениваем на уровне 250 б.п. (потенциал сужения как минимум 40 б.п. с текущих уровней).
- **Техносила** – неоправданное расширение спреда до 550 б.п. к ОФЗ, справедливый спрэд оцениваем на уровне 500 б.п., рекомендуем к спекулятивной покупке
- **Дикси** - потенциал сужения спреда, как минимум, 50 б.п., справедливый спрэд к ОФЗ 360-390 б.п., что соответствует доходности в 10%. Рекомендуем бумагу к спекулятивной покупке.
- **Юнимилк** - завышенная премия к ВБД, потенциал снижения доходности как минимум 25 – 35 б.п. Справедливая премия Юнимилка к ВБД-2 за кредитное качество, на наш взгляд, составляет около 150 б.п. (178 б.п. на 20.11.2006), справедливый спрэд к ОФЗ – 350 б.п. (385 б.п. на 20.11.2006).
- **Магнит-1** - потенциал снижения доходности 40-50 б.п., недооценен относительно Пятерочки-2. С позиций оценки кредитного качества мы полагаем, что облигации Магнита должны торговаться со спрэдом к ОФЗ, немногим превышающим спрэд Пятерочки.
- **ЮТК-4** - потенциал сужения спреда к «кривой телекомов» до 50 б.п., ЮТК-3 – доходность на уровне более длинного ЮТК-4 при меньшей дюреции
- **ЦТК-5** - ожидаем сужения спреда к ОФЗ до справедливого уровня 200 б.п., Рекомендуем сохранять позиции в бумаге.
- **Волгателеком-4** – ожидаем сужение спреда не менее чем на 20 б.п., бумага привлекательна для покупки на фоне близкого по дюреции Волгателеком-3.
- **ЭмАльянс** - доходность на уровне «третьего эшелона» не отражает изменения в структуре собственников основных предприятий Группы. В ближайшей перспективе контрольный пакет в предприятиях группы, специализирующихся на атомном машиностроении, и выступающих поручителями по займу, должен быть выкуплен государством в лице компании «Атомэнергомаш».

### Валютные облигации

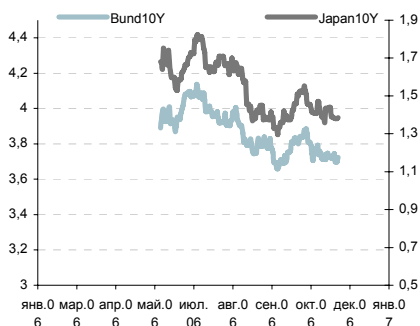
- **Система-11: потенциал снижения премии к МТС-10 до 40 б.п.**  
После повышения разницы в рейтингах бондов между Системой и МТС, спрэд в 80 б.п., на наш взгляд, неоправданно широкий.
- **ТМК-09: справедливая премия к выпускам Северстали и Евразу с аналогичной дюрецией не должна превышать 50-70 б.п.**  
Дебютное размещение евробондов ТМК прошло с премией почти 150 б.п. к кривым металлургов, что, на наш взгляд, необоснованно высоко. Кроме этого, S&P убрало компанию из списка на пересмотр рейтинга с негативным прогнозом после успешного IPO.
- **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.
- **Банк СпБ-09: потенциал снижения доходности порядка 40 б.п.**  
Выпуск был размещен с доходностью 9.5%, в то время как сопоставимые по рейтингам и размерам бизнеса банки Альянс-09 и Сибкакадем-09 торгуют в районе 8.7-8.8%.

# Приложение 1. Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	11/28/2006	4,68	-4	-7	29
UST 10 yr	11/28/2006	4,50	-3	-17	3
UST 30 yr	11/28/2006	4,59	-2	-20	-10
Bund 2 yr	11/28/2006	3,66	-1	-6	89
Bund 10 yr	11/28/2006	3,71	-2	-10	24
Bund 30 yr	11/28/2006	3,84	-2	-9	4
Fed Fund	11/27/2006	5,25	0	0	125
Libor 1 mo	11/27/2006	5,32	0	0,0	110
Libor 6 mo	11/27/2006	5,36	-1	-4,6	77
Libor 12 mo	11/27/2006	5,29	-2	-10	51
S&P 500	11/29/2006	1386,72	0,35%	0,68%	10,28%
Nasdaq Composite	11/29/2006	2412,61	0,28%	2,64%	8,06%
RTS	11/28/2006	1728,98	0,10%	6,25%	67,07%
EURUSD	11/29/2006	1,3202	0,01%	3,74%	12,08%
USDJPY	11/29/2006	115,74	-0,37%	-1,49%	-3,29%
USDRUB	11/29/2006	26,30	0,00%	-1,69%	-8,57%
EURRUB	11/29/2006	34,72	0,02%	2,02%	2,46%
Brent 1m Future	11/29/2006	61,34	0,21%	0,43%	12,92%
Gold	11/29/2006	639,55	-0,07%	6,60%	27,96%

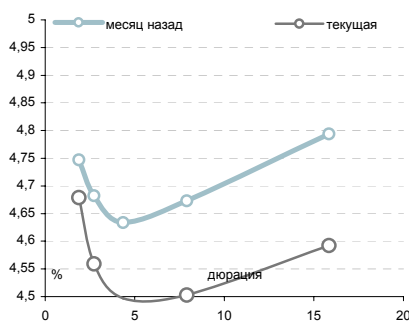
Источник: Bloomberg

Динамика доходности 10Y немецких и японских бондов



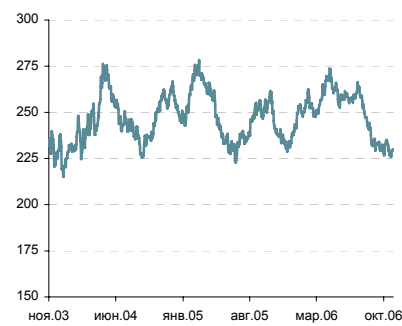
Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спрэд между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



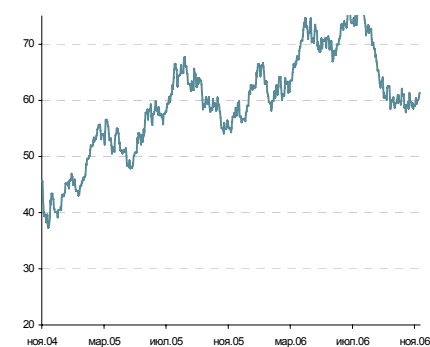
Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp				YTM
			day	week	month	year	
Russia-30*	11/28/2006	112,79%	17	20	83	-4	5,69
UMS-31*	11/27/2006	127,90%	-60	-9	140	7	6,10
Turkey-30*	11/28/2006	150,82%	-21	-42	-93	154	7,29
Venezuela-27*	11/27/2006	123,22%	-72	-62	-128	686	7,10
EMBIG	11/28/2006	202	2	9	8	-35	-
EMBIG Russia	11/28/2006	119	0	2	4	1	-
EMBIG Brazil	11/28/2006	229	1	10	7	-79	-
EMBIG Mexico	11/28/2006	140	2	7	8	-3	-
EMBIG Turkey	11/28/2006	246	4	9	10	23	-
EMBIG Venezuela	11/28/2006	237	-1	9	12	-76	-

\* - Указаны котировки

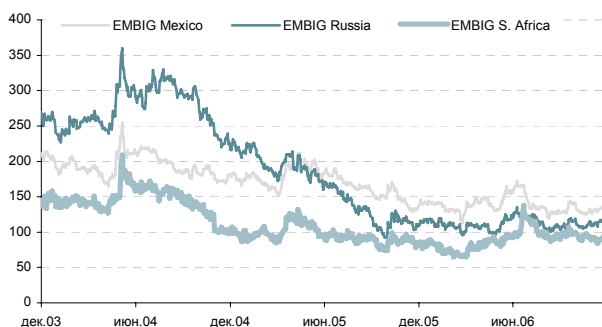
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



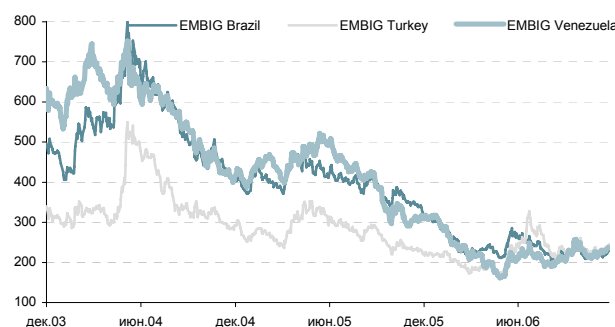
Источник: Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

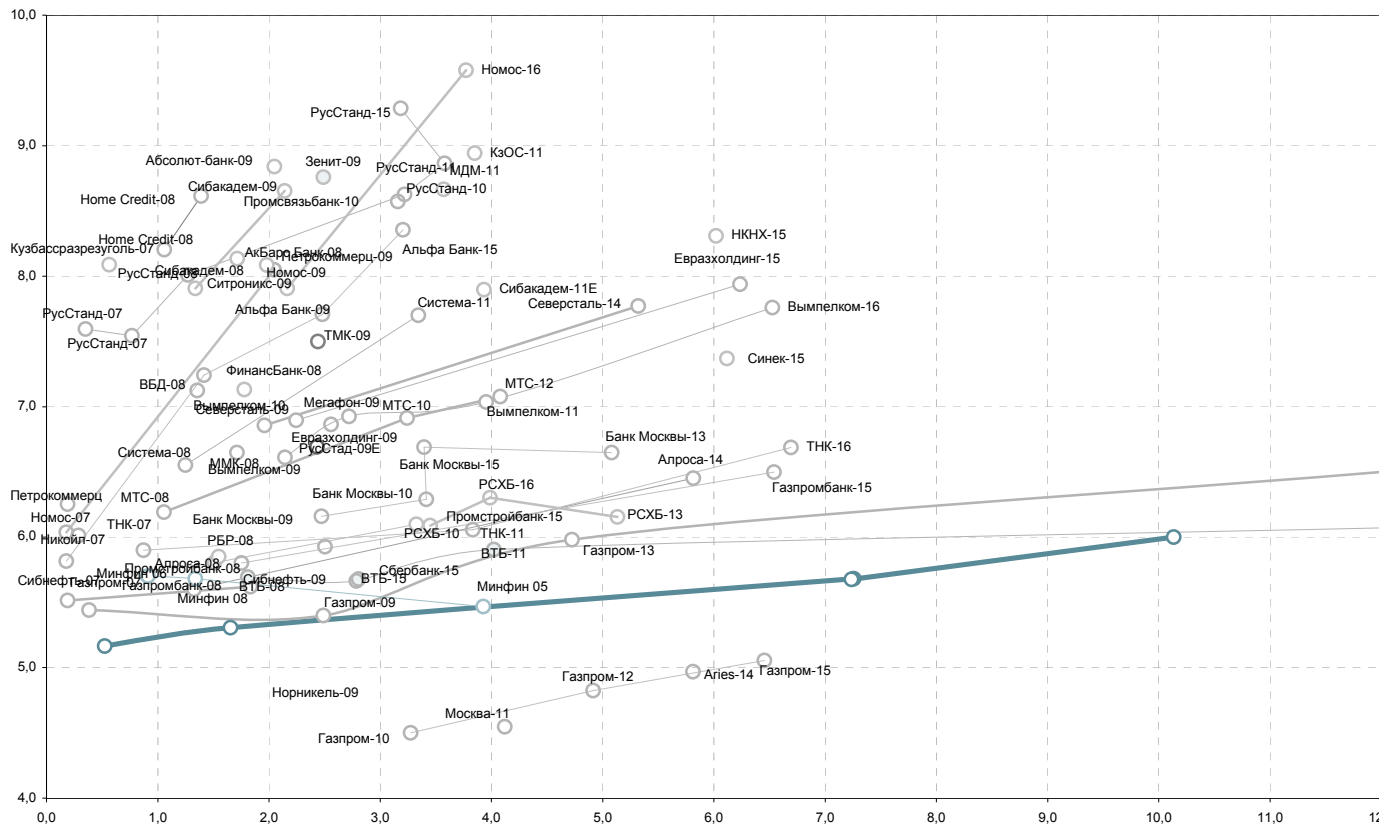
Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

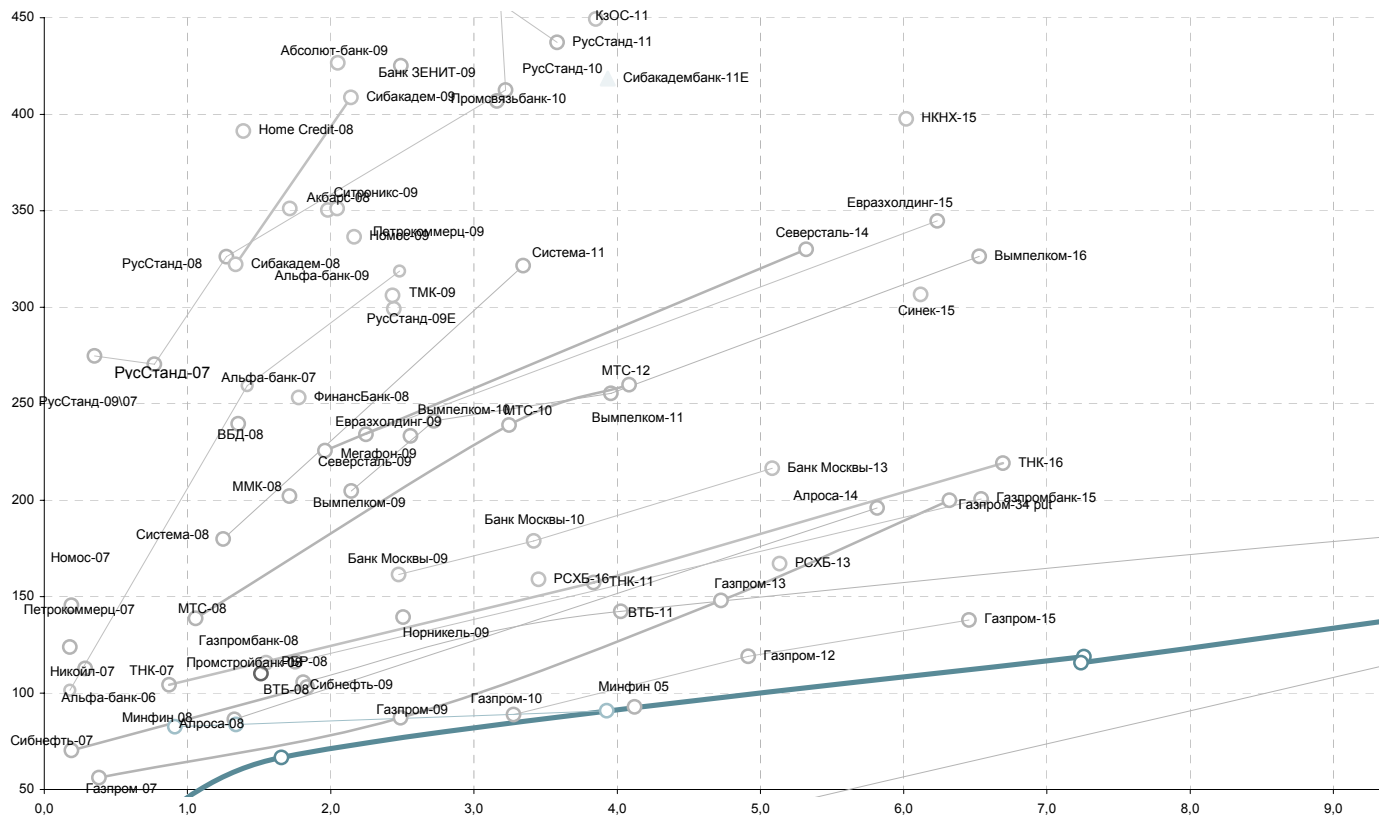
# Приложение 2. Российский рынок еврооблигаций

## 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
<b>Sovereign</b>									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	102,58	102,63	5,21	0,52	11
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,86	104,91	5,34	1,65	203
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	144,32	144,81	5,71	7,26	119
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	180,78	181,03	6,01	10,14	145
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	112,74	112,84	5,69	7,24	112
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	97,45	97,55	5,76	0,91	78
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	96,26	96,36	5,72	1,34	81
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	90,27	90,47	5,50	3,93	91
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	102,82	102,90	3,73	0,40	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	110,43	110,68	3,82	2,59	20
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	129,67	129,92	4,99	5,81	48
<b>Regional</b>									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa2/-/BBB+	107,76	108,11	4,59	4,12	95
<b>Oil &amp; Gas</b>									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB- / *+	101,29	101,39	5,57	0,38	49
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB- / *+	113,12	113,42	5,45	2,49	88
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB- / *+/BBB-	111,06	111,31	4,53	3,28	91
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB- / *+	118,63	118,73	5,99	4,73	149
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	Baa1	105,06	105,51	5,09	6,46	142
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB / *+/BBB	104,97	105,22	6,61	8,36	209
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	Baa1/BBB- / *+/BBB-	126,86	126,99	6,51	12,02	192
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB+ / *+	101,05	101,10	5,65	0,19	61
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+ / *+	109,78	110,08	5,69	1,83	103
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BBB+	104,35	104,50	5,98	0,87	100
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BBB+	102,99	103,24	6,09	3,83	158
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BBB+	105,44	105,69	6,70	6,69	220
<b>Telecommunications</b>									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,72	103,89	6,27	1,06	135
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	104,74	104,87	6,93	3,24	240
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	103,66	103,91	7,11	4,08	261
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB+	107,53	107,78	6,66	2,14	205
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB+	102,76	103,01	6,97	2,72	241
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB+	105,19	105,44	7,07	3,96	256
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB+	103,00	103,25	7,78	6,53	327
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	B1/BB-	102,86	103,05	6,90	2,56	234
<b>Industrials</b>									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/B+	104,52	104,72	6,63	1,25	177
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/B+	103,72	104,09	7,75	3,34	323
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	99,31	99,56	8,15	1,98	350
Normickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	102,81	103,06	5,98	2,51	140
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB-	102,09	102,34	6,72	1,71	202
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,38	103,57	6,90	1,96	226
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	107,71	108,18	7,81	5,32	331
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,67	101,88	7,20	1,36	237
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	103,19	103,40	5,68	1,33	84
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	114,64	114,89	6,47	5,82	197
Evrazholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,26	109,51	6,95	2,245	235
Evrazholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	101,70	101,95	7,96	6,235	345
TMK-09 \$	9/29/2009	300	8,500	(P)B2/B+/-	102,10	102,48	7,58	2,441	300
KazanOS-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	100,69	101,18	9,01	3,85	451
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	100,37	100,52	8,21	0,564	313
SUEK-08 \$	10/24/2008	175	8,625	-/-/-	100,86	101,04	8,07	1,70	337
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB	101,83	102,08	7,39	6,119	288
<b>Banks</b>									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	-/BBB	101,32	101,57	6,65	2,81	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	102,12	102,22	5,72	1,81	105
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	106,38	106,63	5,94	4,02	143
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	101,60	101,85	6,85	2,79	115
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	101,89	102,14	6,10	13,05	151
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB / *+	102,39	102,57	5,85	1,75	116
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	99,75	100,00	6,52	6,54	201
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	99,54	99,79	8,90	2,05	427
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/B+	99,51	99,76	8,21	1,71	351
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,27	100,32	5,95	0,18	92
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,37	100,74	7,37	1,42	257
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba2/-/BB-	100,10	100,40	7,77	2,48	319
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B/B+	100,65	100,90	9,44	3,21	386
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	104,48	104,68	6,20	2,47	162
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	103,52	103,77	6,32	3,42	179
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	103,30	103,55	6,67	5,08	217
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,50	101,65	5,85	1,51	108
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,09	100,34	6,94	3,33	160

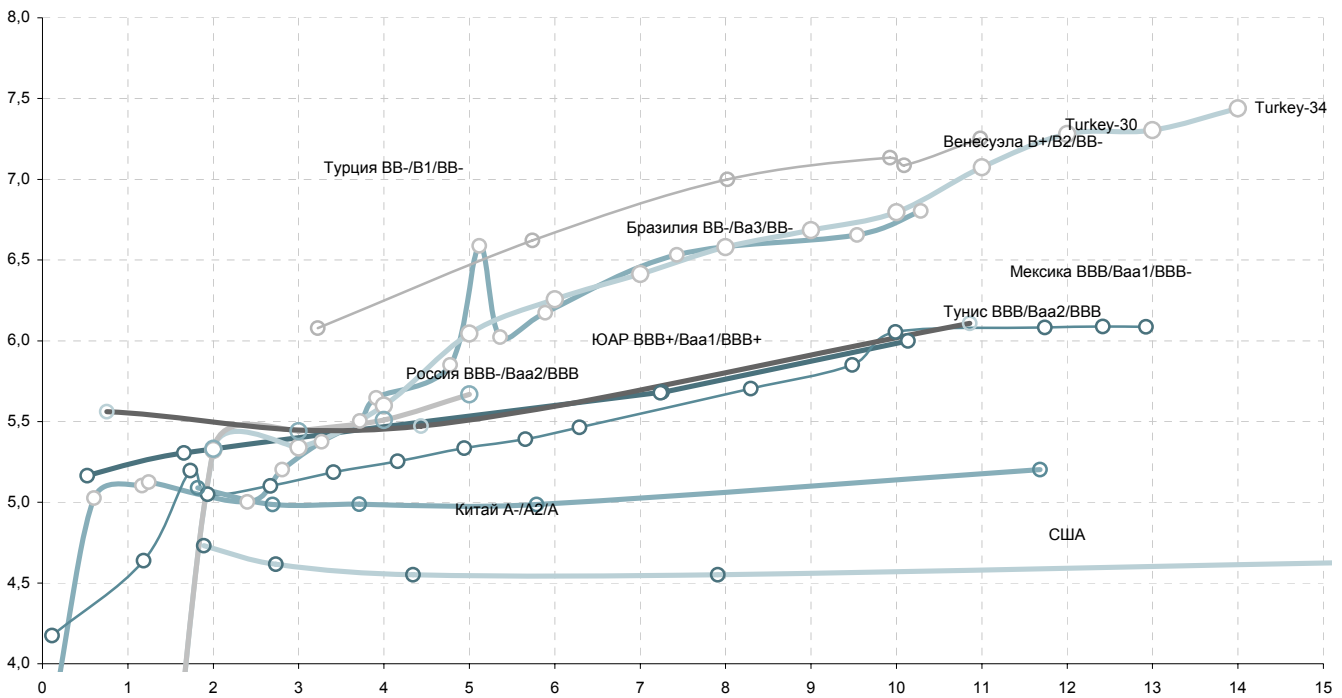


MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B-/B+	103,79	104,04	8,70	3,57	419
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,46	100,51	6,38	0,19	135
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,39	100,74	7,99	2,16	337
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B	100,38	100,63	10,25	3,77	511
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/B+	100,78	100,82	6,09	0,29	104
ZENIT-09 \$	10/27/2009	200	8,750	-/-/B	99,61	99,96	8,83	2,49	426
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3/-/-	100,45	100,50	6,17	0,18	114
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,47	99,88	8,15	2,05	351
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B /*+/B+	100,30	100,55	8,61	3,16	408
Promsviaz-11 \$	10/20/2011	125	8,750	Ba3/B/B+	100,03	100,52	8,68	3,87	417
Promsviaz-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/CCC+/B-	100,53	100,73	9,47	4,17	497
RSHB-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/-/BBB	102,46	102,71	7,22	3,99	183
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	102,49	102,74	6,12	3,45	159
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	105,11	105,36	6,18	5,13	168
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,28	100,37	7,72	0,35	265
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	99,99	100,18	7,67	0,77	265
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	99,94	100,13	8,09	1,27	323
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,12	96,37	8,67	3,22	413
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	98,88	99,13	8,90	3,58	438
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	98,39	98,64	9,80	3,19	480
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	104,12	104,37	8,04	2,40	354
Sibacadembank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-/-/B	102,16	102,49	8,03	1,34	320
Sibacadembank-09 \$	5/12/2009	351	9,000	-/-/B	100,49	100,74	8,71	2,14	409
Sibacadembank-11 EUR	11/16/2011	300	8,300	B1e/-/B	101,19	101,60	7,95	3,93	431

Источник: Bloomberg

# Приложение 3. Еврооблигации развивающихся рынков

## Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

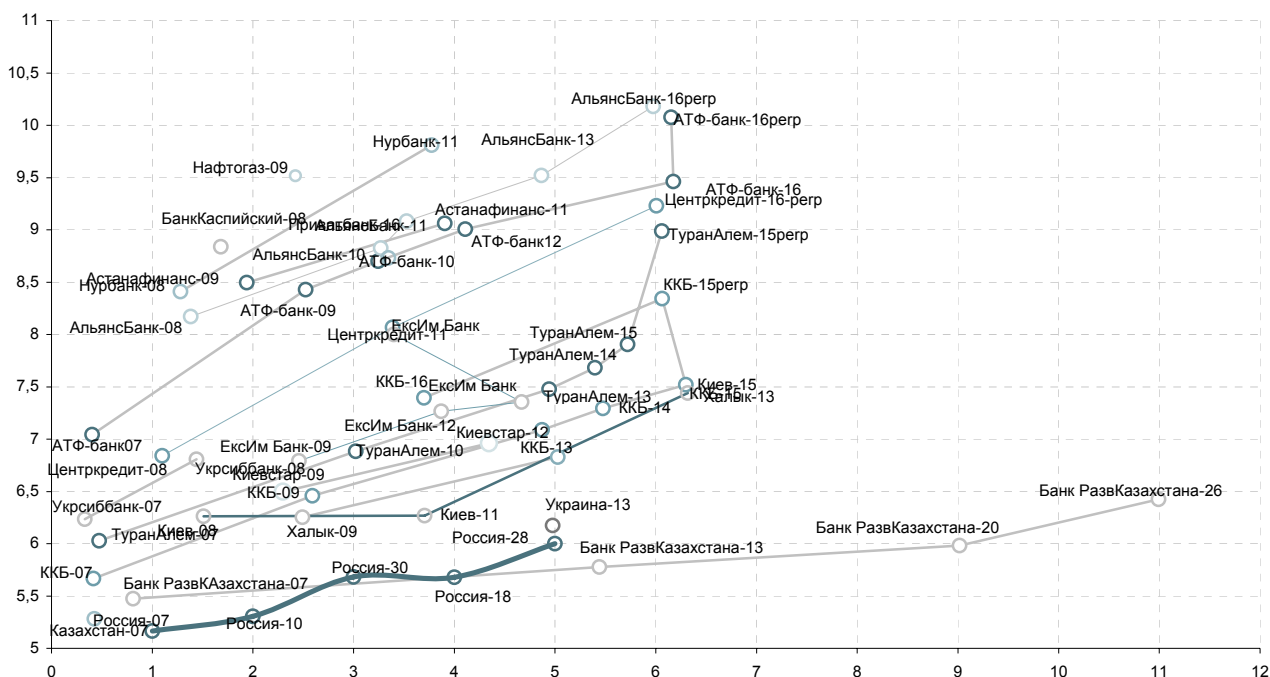
## Котировки еврооблигаций развивающихся рынков

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid Price	Ask Price	YTM, %	Modified Duration
<b>Brazil</b>								
A-Bond	1/15/2018	4 509	8,00	BB/Ba2/-	110,74	110,99	6,59	5,12
Brazil-40	8/17/2040	5 157	11,00	BB/Ba2/BB	132,00	132,10	6,17	5,89
<b>Turkey</b>								
Turkey-30	1/15/2030	1 500	11,88	ВВ-/Ва3/ВВ-	150,62	151,01	7,28	9,91

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
<b>Kazakhstan</b>								
Alliance Bank-08	6/27/2008	150	9,00	-/Ba2/BB-	100,82	101,18	8,172	1,38
Alliance Bank-10	11/22/2010	200	9,00	-/Ba2/BB-	100,06	100,56	8,827	3,27
Alliance Bank-11	4/20/2011	250	8,75	-/Ba2/BB-	98,55	98,80	9,084	3,53
Alliance Bank-13	9/25/2013	350	9,25	-/Ba2/BB-	98,39	98,64	9,52	4,87
Alliance Bank-16-perp	-	150	9,38	-/B1/-	94,94	95,19	10,757	5,98
Astana-finance-9	2/16/2009	125	7,63	-/Ba1/BB+	98,02	98,27	8,494	1,94
Astana-finance-11	11/16/2011	175	9,00	-/Ba1/BB+	99,51	99,76	9,06	3,91
ATF Bank-07	5/4/2007	100	8,50	B+/Ba1/BB-	100,47	100,57	7,042	0,41
ATF Bank-09	11/9/2009	200	8,88	B+/Ba1/BB-	100,74	101,13	8,429	2,52
ATF Bank-10	10/28/2010	200	8,13	B+/Ba1e/BB-	97,64	98,12	8,699	3,25
ATF Bank-12	4/12/2012	200	9,25	B+/Ba1/BB-	100,71	101,00	9,006	4,11
ATF Bank-16	5/11/2016	350	9,00	B+/Ba1/BB-	96,90	97,15	9,461	6,17
ATF Bank-16-perp	-	100	10,00	CCC+/Ba3e/-	99,01	99,51	10,975	6,15
Centercredit-08	2/14/2008	200	8,00	-/Ba1/BB-	101,01	101,29	6,842	1,10
Centercredit-11	2/2/2011	300	8,00	-/Ba1/BB-	99,38	99,75	8,068	3,39
Centercredit-16-perp	-	100	9,13	-/Ba3/-	99,09	99,34	10,133	6,01
Dev. Bank of Kazakhstan-07	10/10/2007	100	7,13	BBB/A2/BBB	101,22	101,34	5,474	0,81
Dev. Bank of Kazakhstan-13	11/12/2013	100	7,38	BBB/A2/BBB	108,52	109,02	5,778	5,44
Dev. Bank of Kazakhstan-20	6/3/2020	100	6,50	BBB/A2/BBB	104,24	104,74	5,983	9,02
Dev. Bank of Kazakhstan-26	3/23/2026	150	6,00	BBB/A2/BBB	95,07	95,32	6,426	10,99
Halyk Bank-09	10/7/2009	200	8,13	BB+/Baa1/BB+	104,39	104,79	6,253	2,49
Halyk Bank-13	5/13/2013	300	7,75	BB+/Baa1/BB+	104,49	104,74	6,828	5,03
Kazakhstan-07	5/11/2007	350	11,13	BBB/Baa2/BBB	102,38	102,48	5,28	0,43
KKB-07	5/8/2007	200	10,13	BB+/Baa1/BB+	101,74	101,84	5,666	0,42
KKB-09	11/3/2009	500	7,00	BB+/Baa1/BB+	101,16	101,41	6,458	2,59
KKB-11	3/23/2011	300	5,13	BB+/Baa1/BB+	98,08	98,48	5,523	3,63
KKB-13	4/16/2013	500	8,50	BB+/Baa1/BB+	106,86	107,11	7,09	4,87
KKB-14	4/7/2014	400	7,88	BB+/Baa1/BB+	102,99	103,24	7,294	5,48
KKB-15	11/3/2015	500	8,00	BB+/Baa1/BB+	102,81	103,06	7,521	6,30
KKB-15-perp	-	100	9,20	B/Baa3/B+	105,07	105,32	9,104	6,06
KKB-16	7/27/2016	200	8,63	BB-/Baa2/BB	104,34	104,74	8,564	3,70
Nurbank-08	4/28/2008	150	9,00	B/Ba3/-	100,45	100,75	8,41	1,28
Nurbank-11	10/17/2011	150	9,38	B/Ba3/-	97,93	98,32	9,81	3,78
Bank TuranAlem-07	5/29/2007	100	10,00	BB/Baa1/BB+	101,75	101,87	6,028	0,47
Bank TuranAlem-08	11/23/2008	200	7,02	BB/Baa1/BB+	100,48	100,73	6,624	0,22
Bank TuranAlem-10	6/2/2010	600	7,88	BB/Baa1/BB+	102,72	103,03	6,884	3,02
Bank TuranAlem-11E	9/27/2011	500	6,25	BB/Baa1/BB+	99,82	100,18	6,198	4,01
Bank TuranAlem-14	3/24/2014	400	8,00	BB/Baa1/BB+	101,48	101,73	7,682	5,40
Bank TuranAlem-15	2/10/2015	350	8,50	BB/Baa1/BB+	103,26	103,51	7,905	5,72
Bank TuranAlem-15-perp	-	400	8,25	B-/Baa3/B+	95,20	95,45	9,631	6,06

Bank Caspian-08 <b>Ukraine</b>	10/17/2008	150	7,88	-/Ba2/B+	98,11	98,36	8,838	1,68
Kyivstar-09	8/17/2009	266	10,38	BB-/B1/-	108,97	109,45	6,499	2,30
Kyivstar-12	4/27/2012	175	7,75	BB-/B1/-	103,00	103,50	6,959	4,34
Naftogaz-09	9/30/2009	500	8,13	-/Ba2/B+	96,39	96,60	9,518	2,42
Ukraine-13	6/11/2013	1 000	7,65	BB-/B1/BB-	107,53	107,82	6,174	4,98
Ukraine-15	10/13/2015	600	4,95	BB-/B1/BB-	96,23	96,48	5,459	6,92
Kiev-08	8/8/2008	150	8,75	BB-/B2/-	103,49	103,89	6,263	1,51
Kiev-11	7/15/2011	200	8,63	BB-/B2/-	109,18	109,31	6,268	3,71
Kiev-15	11/6/2015	250	8,00	BB-/B2/-	103,39	103,59	7,441	6,32
Ukrsibbank-07	4/5/2007	100	10,50	-/Ba2/BB-	101,28	101,37	6,235	0,33
Ukrsibbank-08	7/14/2008	125	8,95	-/Ba2/BB-	102,91	103,21	6,806	1,44
Exlm Bank-09	9/23/2009	250	7,75	-/Ba2/BB-	101,91	102,39	6,793	2,46
Exlm Bank-11	9/7/2011	350	7,65	-/Ba2/BB-	101,13	101,51	7,266	3,87
Exlm Bank-12	10/4/2012	250	6,80	-/Ba2/BB-	97,20	97,40	7,354	4,67
Exlm Bank-16	2/9/2016	95	8,40	-/Ba2/B	102,56	102,56	7,999	3,40
Privatbank	2/9/2016	150	8,75	-/Ba3/-	99,54	100,04	9,687	3,35

Источник: Bloomberg

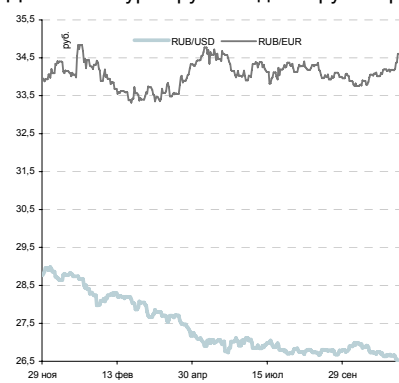
# Приложение 5. Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



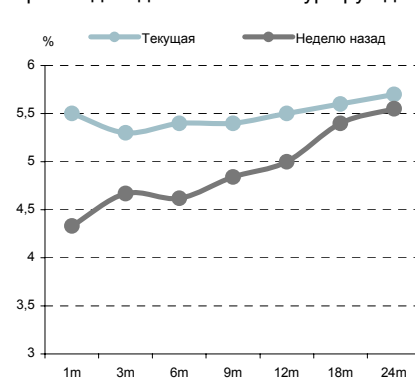
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса рубля к доллару и евро



Источник: Bloomberg

Кривая доходности NDF на курс руб/долл.

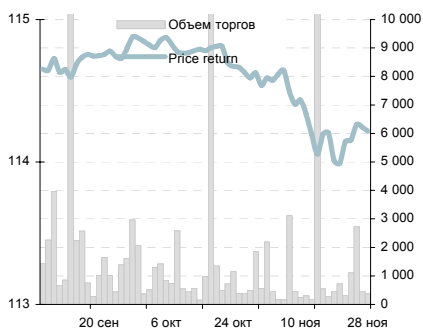


Источник: Reuters

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, % год	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			посл	ср взв		день	неделя
SU25060RMFS3	2,26	6,18	99,45	99,45	0,429	-	0,044
SU46018RMFS6	8,56	6,61	111,30	111,20	1,978	0,045	0,326
SU46020RMFS2	12,72	6,84	102,24	102,13	1,966	-0,107	0,531
МГор31-об	0,49	5,77	102,10	102,10	0,219	-	0
МГор40-об	0,89	5,85	103,80	103,80	0,904	-	0
МГор29-об	1,39	6,08	105,75	105,75	4,822	-	-0,15
МГор38-об	3,36	6,59	112,40	112,40	4,247	0	-0,2
МГор39-об	5,61	6,81	109,50	109,47	3,562	-0,08	0,24
ВТБ - 5 об	0,46	5,32	100,45	100,45	0,561	-	0
РЖД-02обл	0,99	6,44	101,40	101,40	3,695	-	0
ГАЗПРОМ А6	2,45	6,72	100,60	100,80	2,095	0,90	0,48
ФСК ЕЭС-02	3,07	7,25	103,45	103,50	3,481	-	0,1
РЖД-07обл	4,90	7,12	102,64	102,64	0,269	-0,01	0,29

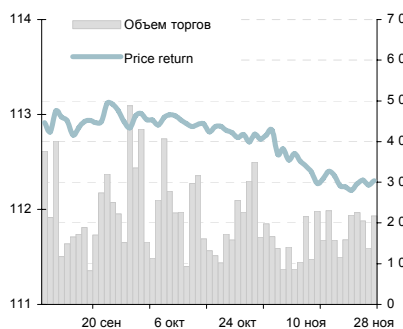
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI OFZ и объема торгов в сегменте



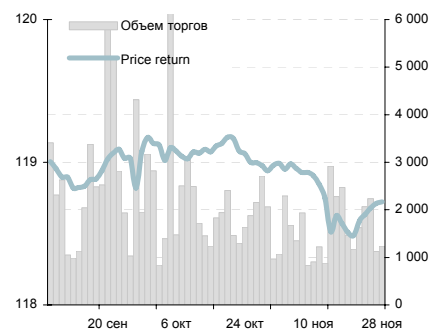
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI Muni и объема торгов в сегменте



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика индекса ZETBI Corp 10 и объема торгов в сегменте \*



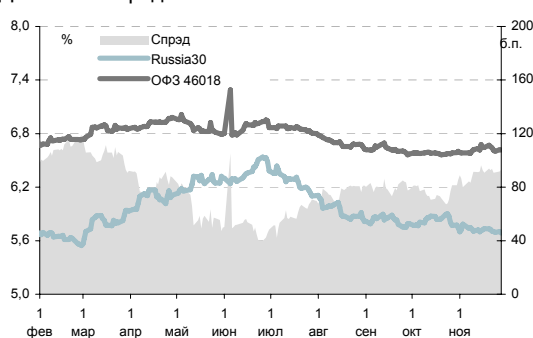
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Ближайшие первичные размещения

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор
28 ноя	ДКС ФЖС Башкортостана	500	ИФК Солид
28 ноя	Гидромашсервис	1 000	ВТБ, Номос-банк
28 ноя	Энергомаш-Финанс	700	Русские Фонды
29 ноя	Газпромбанк-2	5 000	Газпромбанк
29 ноя	Аладушкин-Финанс	1 000	КИТ Финанс
30 ноя	ЛБР-Интертрейд	300	Ик Еврофинансы
30 ноя	Северный город-3	600	Банк Санкт-Петербург
5 дек	ФСК-5	5 000	Газпромбанк
5 дек	ЛСР-Инвест	2 000	Уралсиб, ВТБ
6 дек	КМБ-Банк-2	3 400	Райффайзенбанк
12 дек	АК Озна	500	ГК Регион

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика спреда ОФЗ 46018 и Russia 30

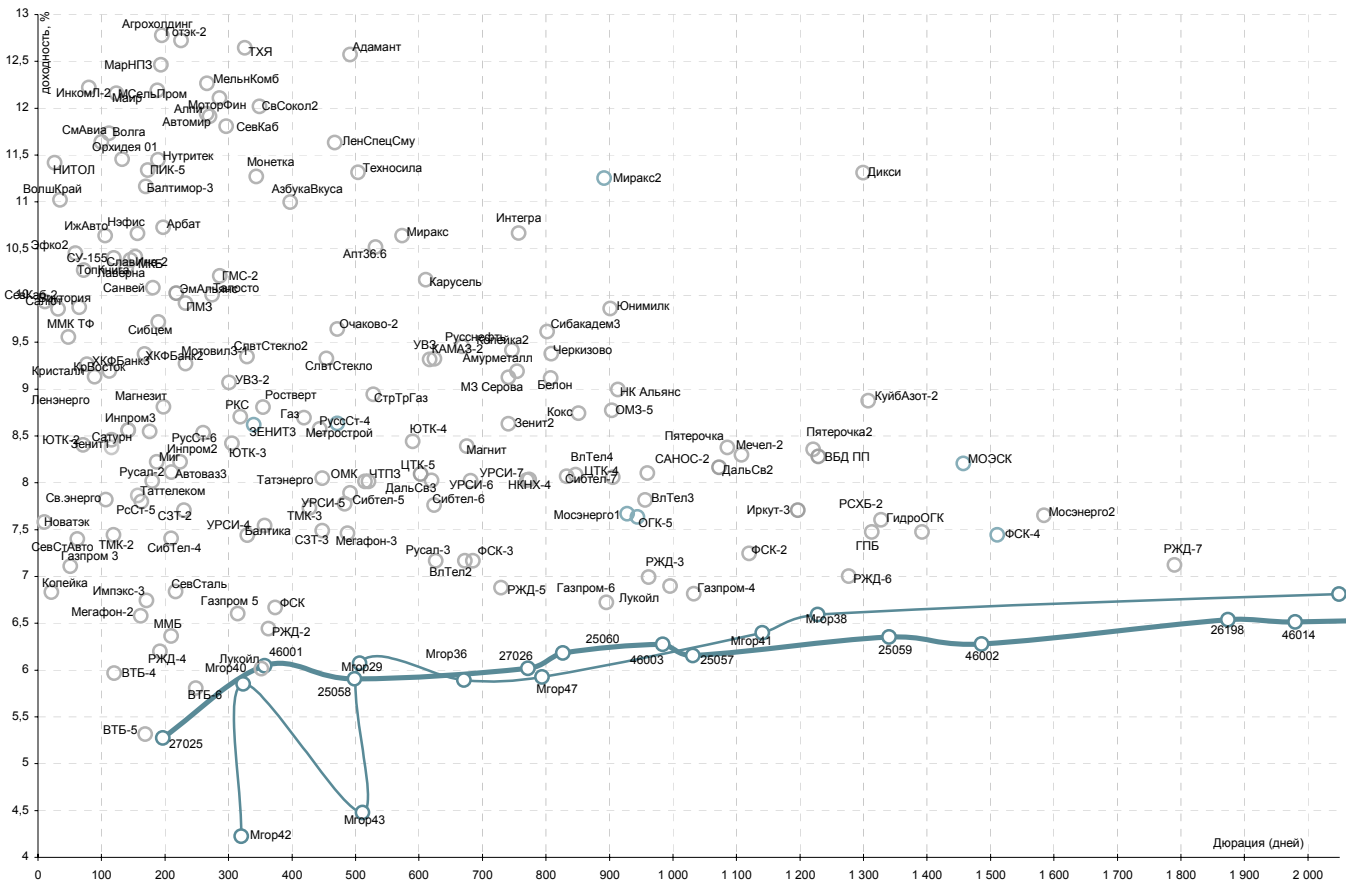


Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

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

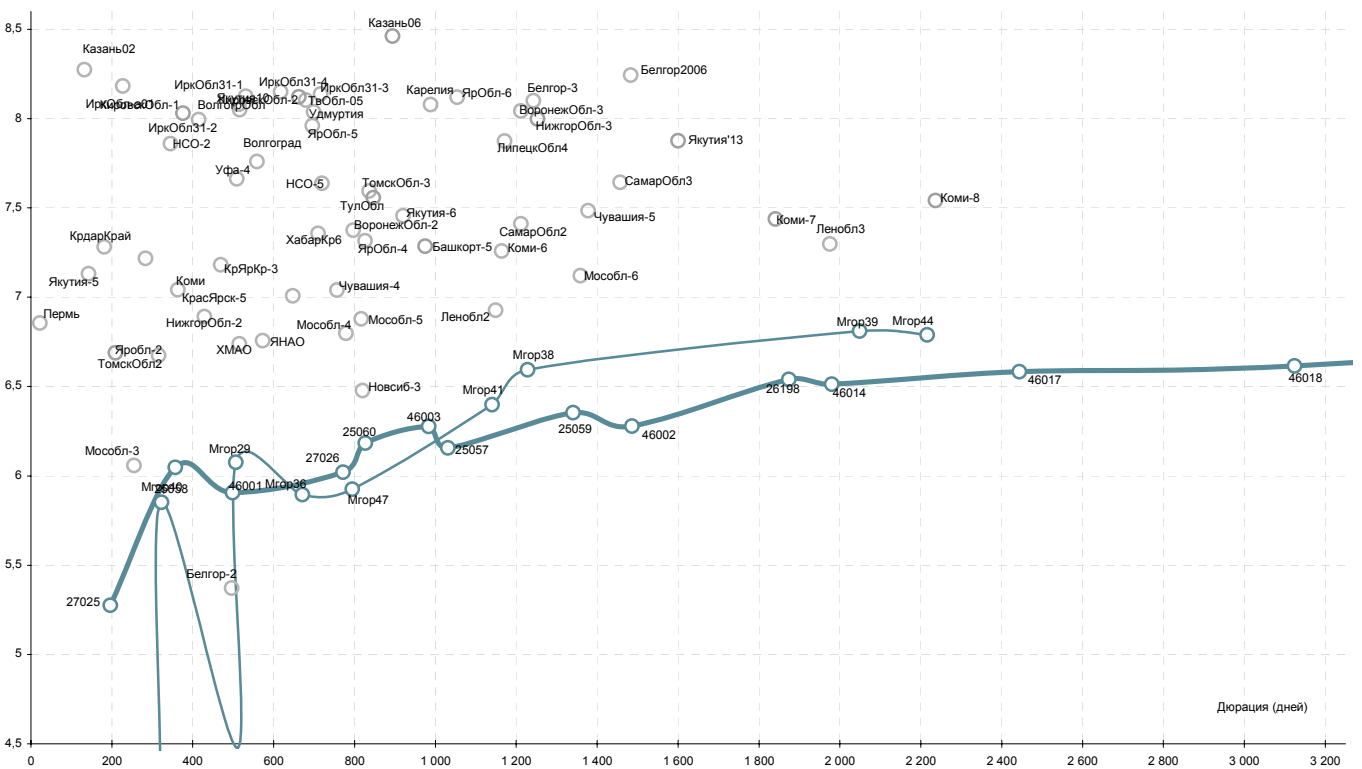
# Приложение 6. Российский долговой рынок

## Кривая доходности корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

## Кривая доходности субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

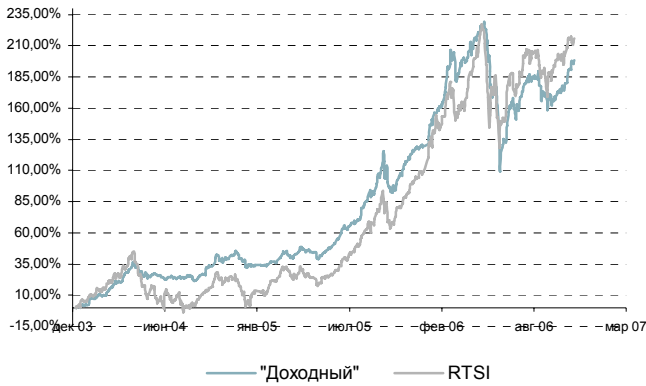




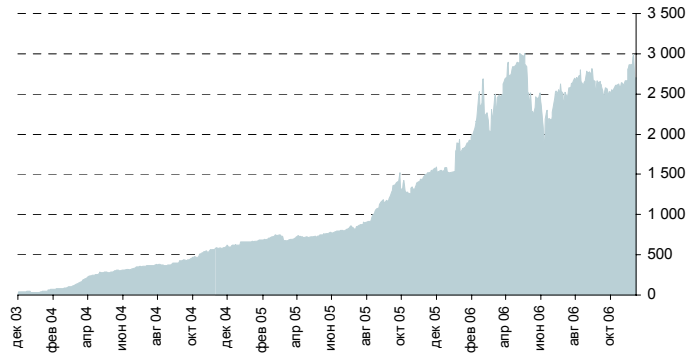


# Приложение 7. ОФБУ Банка ЗЕНИТ

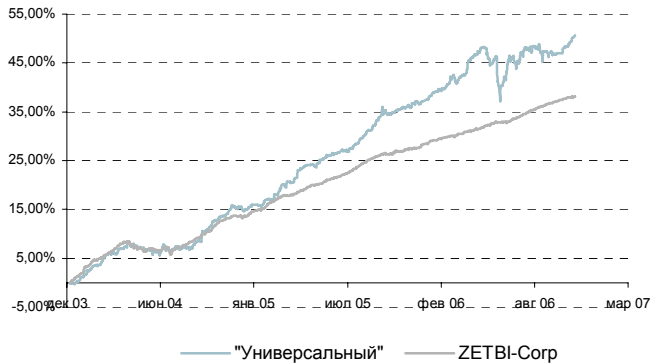
## ОФБУ "Доходный"



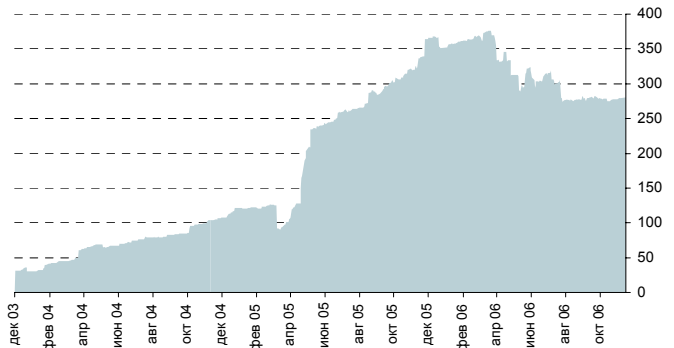
Стоимость чистых активов фонда "Доходный" млн. руб.



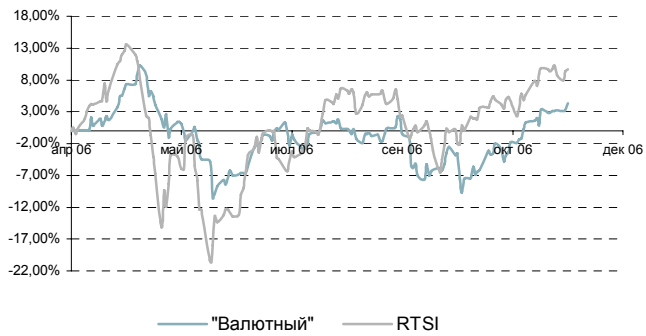
## ОФБУ "Универсальный"



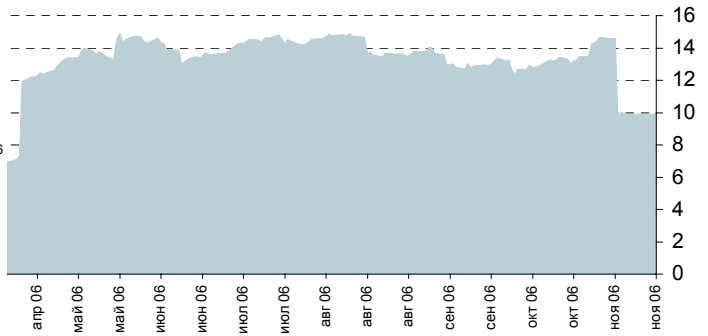
Стоимость чистых активов фонда "Универсальный" млн. руб.



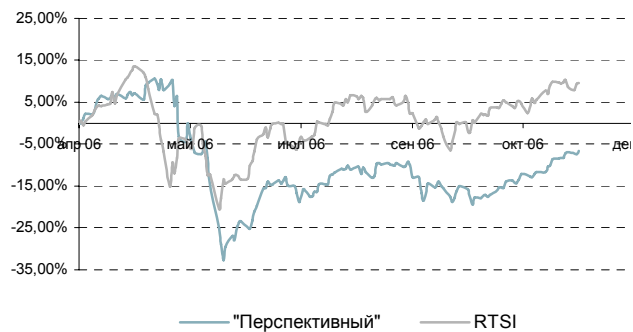
## ОФБУ "Валютный"



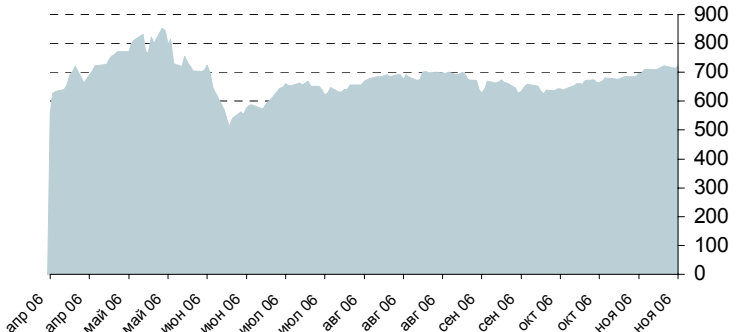
Стоимость чистых активов фонда "Валютный" млн. дол.



## ОФБУ "Перспективный"

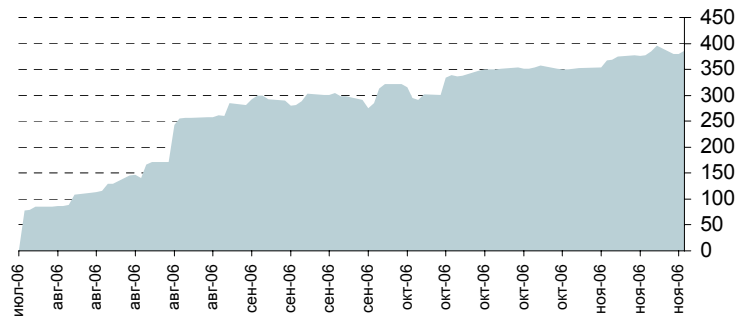
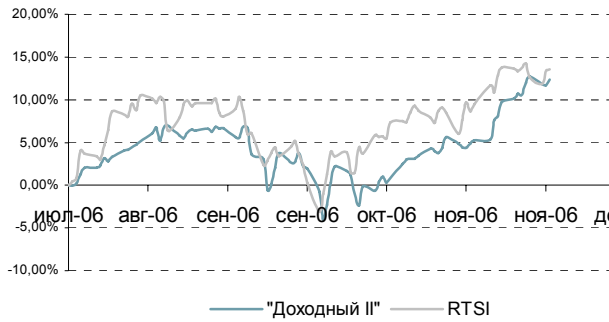


Стоимость чистых активов фонда "Перспективный" млн. руб.



## 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	198,44%	30,05%	1,00%	9,67%	2,97%	47,90%	35,97	1,67
Универсальный	Консервативная	50,72%	9,93%	0,06%	2,57%	3,87%	11,45%	12,59	0,81
Перспективный	Фонд производных инструментов	-6,65%	-	0,76%	10,41%	-15,26%	-	10,65	-
Валютный	Агрессивная	4,34%	-	0,94%	8,18%	3,82%	-	4,05	-
Доходный II	Агрессивная	12,34%	-	0,60%	8,96%	-	-	3,37	-
RTSI	Индекс РТС	215,68%	51,31%	0,22%	3,93%	21,00%	75,14%	41,56	1,59
ZETBI-Corp	Индекс облигаций	38,18%	7,73%	0,08%	0,56%	4,43%	8,73%	9,04	0,65

(\*) 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
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@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.