

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

США	2
Еврооблигации России	4
Рынок рублевых облигаций	5
Первичные размещения	7
Приложение	10

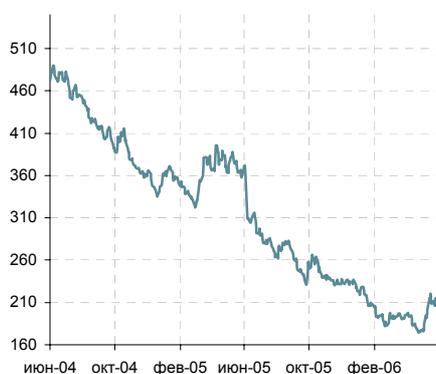
Наши ожидания паузы на июньском заседании теряют под собой основания, и мы в своих прогнозах вынуждены прислушаться к голосу ФРС, говорящему нам о продолжении повышения ставки. Тем не менее, мы полагаем, что даже в случае роста инфляционного напряжения рост доходностей казначейских бумаг выглядит ограниченным на фоне продолжающегося «flight to quality».

В российском сегменте мы по-прежнему рекомендуем искать возможности на коротком участке кривой. Мы также рекомендуем к покупке российский спред, ожидая его сужения в среднесрочной перспективе до 80-90 б.п.

Несмотря на то, что май для внутреннего долгового рынка в целом прошел более позитивно, нежели апрель, факторов, способных потрепать нервы инвесторам в начале лета, пока хватает. Мы рекомендуем инвесторам пока воздерживаться от покупок длинных голубых фишек и ОФЗ и придерживаться стратегий relative value во втором-третьем эшелонах рынка.

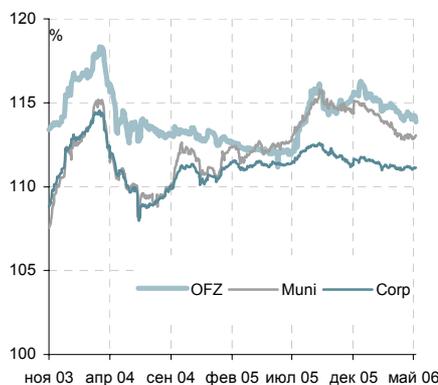
Предстоящие размещения: Юнимилк, Арбат Престиж.

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

США

Прошедший месяц оставил на рынке казначейских бумаг двойственное впечатление. С одной стороны, доходности Treasuries на длинном участке снизились на 20 б.п. до 5%, с другой, ожидания повышения ставки на июньском заседании планомерно росли. Стоит отметить, что разнонаправленное движение фьючерсов и доходностей Treasuries на рынке отмечается в этом году впервые и объясняется начавшимся в конце мая "flight to quality", связанным с падением развивающихся рынков. В частности, бразильский индекс Bovespa упал на 14%, корейский Kospi – на 12%. Отток денег из рискованных активов нашел пристанище в высоконадежных облигациях США, несмотря на все те душевные терзания, которые инвесторы испытывают в связи с возможным повышением ставки до 5.25%.

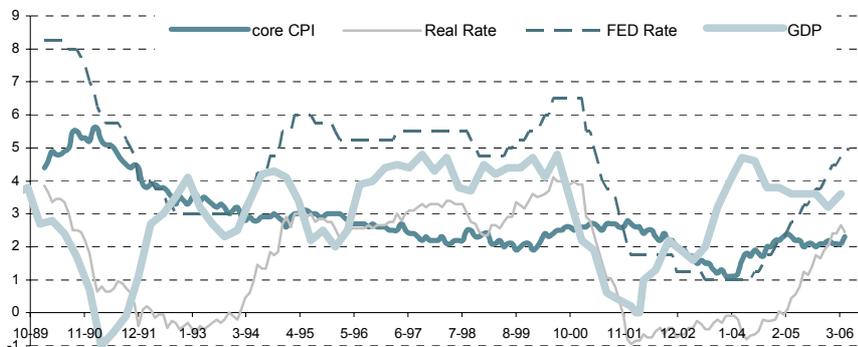
Начало подобным ожиданиям заложил итоговый протокол майского заседания, в котором участники рынка не услышали четких сигналов к окончанию двухлетнего цикла ужесточения монетарной политики. Вышедший сразу после заседания CPI, безусловно, подкрепил его агрессивный тон: рост базовых потребительских цен в апреле составил 0.3% (2.3% в годовом выражении, ожидания 0.2%). Кроме этого, базовый индекс потребительских расходов преодолел верхнюю границу комфортного для ФРС диапазона 1-2% (2.1%).

Вместе с тем, конец мая - начало июня ознаменовались серией слабых данных, дававших нам надежду на перерыв в активных действиях регулятора. Заказы на товары длительного пользования в апреле снизились на 4.8% (ожидания -0,5%). Кроме того, продолжил «охлаждение» рынок недвижимости, остающийся основным риском для экономики: индекс уверенности строителей NABW снизился до 11-летнего минимума 45 п. (ниже пограничных 50 б.п.); объем начатых сделок по продаже жилья, опережающий индикатор продаж на вторичном рынке, упал на 3.7% (ожидания -1%). Наиболее же веским поводом для поднятия настроения покупателям в Treasuries оказалась статистика по рынку труда: количество созданных рабочих мест в мае оказалось на уровне 75 тыс., в то время как рынок ожидал порядка 170 тыс. При этом рост почасовой оплаты труда замедлился с 0.3% до 0.1%.

Таким образом, дилемма о том, какое решение примет ФРС остается открытой. Мы до сих пор верили в возможность паузы, однако наше мнение о том, что замедление темпов роста способно остановить ФРС, похоже, входит в противоречие с настроением самого Центробанка. За последние дни выступления чиновников и, главным образом, Бернанке явно свидетельствуют о серьезном намерении сдерживать инфляцию даже несмотря на замедление экономики. Таким образом, стоит признать, что развитие событий по нашему сценарию возможно в единственном случае – выходящие на следующей неделе майские PPI и CPI окажутся ниже прогнозных уровней 0.2%. Однако шансов на подобный расклад сил немного: опережающие индикаторы отражают сохранение в мае инфляционного давления. Так, ценовая составляющая ISM Manufacturing выросла до максимальных с октября 2005 года 77 п. (ожидания 74.6 п.), и, похоже, мы не сможем избежать очередных 25 б.п.

Вполне оправданно, что чиновники пытаются бороться с инфляцией опережающим ростом ставок. Однако если обратиться к графику базового CPI, то можно заметить, что, по сути, результатом всего 2-летнего цикла стало удержание показателя в районе 2.1% без каких-либо серьезных намеков на его снижение, при этом предыдущие циклы повышений также не находили мгновенного отражения и не факт, что еще одно увеличение ставки способно коренным образом изменить картину.

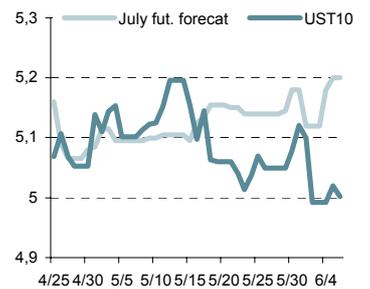
Динамика ВВП (r/r), базового индекса потребительских цен (r/r) и учетной ставки



Источник: Bloomberg

Текущие реальные процентные ставки сейчас находятся на достаточно высоком уровне - 2.7%. Однако если регулятор вдруг решит поднимать их и дальше, то вероятность замедления экономики более высокими, нежели ожидается, темпами может существенно воз-

Динамика доходности UST10 и июльского фьючерса на ставку



Источник: Bloomberg

расти. Хочет ли Бернанке в первый же свой год на посту главы ФРС столкнуться с проблемой рецессии, гораздо более серьезной, нежели текущая задача сбалансирования рисков? Мы сильно сомневаемся, поэтому, на наш взгляд, наиболее разумным было бы сделать передышку для мониторинга развития событий при текущем уровне 5%.

Что касается динамики казначейских бумаг, то, если не принимать в расчет бурную реакцию на слабые раунды, в целом события развивались согласно нашим ожиданиям: доходности UST2 колебались в широком диапазоне 4.9-5.05%, доходности UST10 – 5.05-5.2%. Стоит признать, что восприятие доходности UST10 как барометра повышения ставки со временем утратило смысл из-за начавшегося «flight to quality». Отток средств с развивающихся рынков, начавшийся вместе с ростом ожиданий по ставке, привел к выпрямлению кривой доходностей. Как мы уже упоминали выше, во многом дальнейшее развитие событий будет связано с выходом данных по инфляции. Однако мы считаем, что уровень 5.2% останется локальным максимумом, поскольку вряд ли участники рынка готовы закладывать в текущие уровни более одного повышения. В связи с этим даже в случае сильного CPI рост доходностей, на наш взгляд, весьма ограничен. Кроме этого, если глобальные продажи на фондовых рынках продолжатся, «flight to quality» обеспечит Treasuries поддержку, главным образом на длинном участке кривой, что может привести к ее инверсии. Для более долгосрочного прогноза в условиях высокой неопределенности, очевидно, потребуются иные начальные условия, которыми, судя по всему, станут заседание ФРС и итоговый протокол.

Итак, наши ожидания паузы на июньском заседании теряют под собой основания, и мы в своих прогнозах вынуждены прислушаться к голосу ФРС, говорящему нам о продолжении повышения ставки. Тем не менее, мы полагаем, что даже в случае роста инфляционного напряжения рост доходностей казначейских бумаг выглядит ограниченным на фоне продолжающегося «flight to quality».

Еврооблигации России

Май стал знаковым месяцем для развивающихся рынков в вопросе смены ориентиров: хождение за базовыми активами сменилось отслеживанием динамики фондовых индексов, как барометра восприятия рисков активов в целом. Рост опасений по поводу дальнейшего повышения ставки в G-3 и, главным образом, в США привели к оттоку средств с развивающихся рынков, портфель, составленный на основе EMBIG Composite принес инвесторам убыток в размере 24% годовых, а спрэд EMBIG расширился с исторического минимума 174 б.п. до 210 б.п. При этом аутсайдерами мая стали представители латиноамериканского континента - лидеры последних месяцев: Аргентина (-75% годовых), Бразилия (-46% годовых), Эквадор (-45.6% годовых) и Венесуэла (-42.7% годовых).

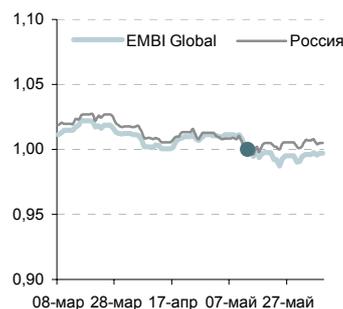
Охлаждение интереса инвесторов к развивающемуся риску не обошло стороной и российский долг. Портфель на основе EMBIG Russia принес инвесторам убыток в размере 14% годовых. Бенчмарк Россия-30 торговалась в широком коридоре вокруг 107% (УТМ 6.31%), при этом спрэд расширился со 110 б.п. до 125 б.п. Принимая во внимание сохраняющуюся неопределенность, вряд ли стоит ожидать в ближайшее время сужение спрэдов. Тем не менее, наш среднесрочный прогноз остается в силе. Мы ожидаем, что благоприятные фундаменталии, в частности досрочные выплаты Парижскому клубу позволят во втором полугодии российскому спрэду сузиться до 80-90 б.п. Заседание Парижского клуба намечено на середину июня и именно на нем, судя по всему, будет принято положительное для России решение. До сих пор открытым оставался вопрос о сумме выплат. Внезапное заявление президента Путина о готовности выплатить весь долг вызвало спекуляции о возможном погашении, помимо \$12 млрд., секьюритизированной части немецкого долга Aries. Однако на днях министр финансов Кудрин отметил, что речь о Aries не идет. В принципе подобное развитие событий было ожидаемым: вряд ли существует острая необходимость погашения Aries, и уплата требуемой германским правительством премии выглядит нецелесообразной.

Корпоративные бумаги, до сей поры реагировавшие на падение суверенного сегмента отсутствием ликвидности, во второй половине месяца все-таки попали под влияние общих тенденций. Спрэд индекса RUBI, сужавшийся до рекордных 180 б.п. к начала июня вырос до 215 б.п., при этом убыток по индексу составил 5% годовых. По старой традиции наиболее чувствительны оказались длинные квазисуверенные выпуски: убыток по Газпрому-34 составил 28% годовых, по ВТБ-35 – 22% годовых.

В то же время, отдельные евробонды смогли найти внутренние резервы для роста. Прежде всего, на этом фоне выделяется Северсталь (B+/B1/BB-). Помимо консолидации горнорудных активов, новость о возможном слиянии с Arcelor (BBB/Baa2) в крупнейший в мире металлургический холдинг вызвала эффект разорвавшейся бомбы. Все три рейтинговых агентства поставили текущие оценки компании на пересмотр с позитивным прогнозом, а Северсталь-14 выростала на 527 б.п. до 112% (УТМ 7.22%), Северсталь-09 – на 230 б.п. до 104.62% (УТМ 6.72%). Однако в начале июня в бондах компании наблюдается коррекция – в процесс слияния активно вмешивается Mittal Steel, делавшая до этого предложение Arcelor о поглощении. Понимая, что процесс слияния может затянуться, мы рекомендовали инвесторам закрывать длинные позиции в Северстали-14. Вместе с тем, мы рекомендуем удерживать позицию в Евразходлинге-15. На наш взгляд, с фундаментальной точки зрения бумага сохраняет потенциал роста. Кроме того, ведущиеся переговоры о покупке Абрамовичем доли в Евразе и англо-голландской Cogus, находящейся в поиске партнера с дешевым производством и сырьем, могут привести к формированию еще одного международного холдинга.

В целом, ситуация по сравнению с предыдущим месяцем не улучшилась и, учитывая настроенность ФРС на повышение ставки, мы продолжаем рекомендовать к покупке выпуски короткой дюрации. Среди них мы выделяем евробонды Абсолют-банка-09 и Ситроникса-09.

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	-0,3%	212	28
Argentina	-1,7%	373	44
Brazil	-0,2%	259	27
Bulgaria	0,7%	87	10
Chile	0,7%	82	8
China	1,3%	61	-4
Columbia	-0,7%	212	38
Ecuador	-2,0%	494	49
Hungary	1,3%	75	2
Malaysia	1,1%	88	1
Mexico	0,0%	159	22
Morocco	0,4%	81	8
Nigeria	0,2%	242	56
Peru	0,6%	200	10
Philippines	-2,1%	261	55
Poland	1,0%	63	6
Russia	0,5%	123	14
South Africa	0,3%	94	14
Turkey	-1,2%	237	43
Ukraine	-1,0%	241	56
Uruguay	-2,8%	279	58
Venezuela	-0,7%	213	32

Источник: J.P. Morgan

Рынок рублевых облигаций

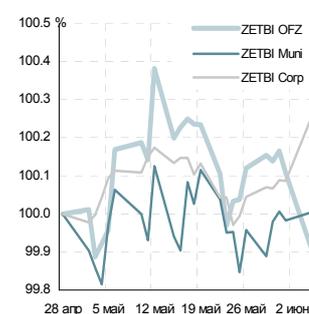
В мае рынок рублевого долга продолжил балансировать между двумя противоположно направленными векторами: позитивным внутренним и негативным внешним. Следствием стала повышенная волатильность в динамике цен. Впрочем, это не помешало снижению доходности по госбумагам и выборочным голубым фишкам на длинном отрезке дюрации в пределах 20-35 б.п., что нашло отражение в росте ценового индекса наиболее ликвидных корпоративных облигаций ZETBI Corp 10 на 54 б.п. с конца апреля. Индекс всего корпоративного сегмента ZETBI Corp показал более скромный прирост на 25 б.п., тогда как субфедеральный ZETBI Muni не изменился, а индекс ZETBI OFZ даже снизился за рассматриваемый период на 9 б.п.

Внешняя конъюнктура весь прошлый месяц держала участников внутреннего рынка в состоянии гнетущей неопределенности относительно перспектив продолжения политики ФРС по повышению ставки и, как следствие, дальнейшей динамики доходностей Treasuries и российских евробондов. При этом, помимо опасений относительно будущего базовых активов, в конце мая появился еще один повод для беспокойства: общее похолодание на рынках emerging markets и начавшийся процесс «flight to quality», результатом которого стало расширение российского суверенного спреда.

При таком раскладе нервы инвесторов в рублевые облигации, наверное, могли бы и не выдержать, если бы не внутренняя поддержка в лице продолжившегося восхождения курса рубля, укрепившегося с конца апреля еще на 2%. При этом, на рынке присутствовали довольно сильные ожидания дальнейшего роста национальной валюты в среднесрочной перспективе, что нашло отражение в объемах денежной ликвидности: открытие банками коротких позиций по доллару обеспечило внушительный приток рублей в финансовую систему. Наиболее существенный всплеск можно было наблюдать в первых числах июня, когда курс доллара протестировал новые уровни 26.7 – 26.75 руб.: сумма остатков на корр. счетах и депозитах банков в ЦБ выросла до 700 млрд. рублей (максимум с декабря 2004 года). Наконец, помимо благоприятной ситуации на денежном рынке, в определенной степени оптимизма инвесторам добавил президент Путин, пообещавший к июлю снять все ограничения по валютным операциям, в том числе по резервированию средств при покупке нерезидентами госбумаг.

В итоге в первом эшелоне позитивные факторы все-таки перевесили, и большинство голубых фишек, а также длинные ОФЗ, завершили месяц ростом котировок. В частности, 6 и 7 РЖД попали в списки лидеров по доходности владения с начала апреля, обеспечив инвесторам 18.4% и 18.1% годовых, Мособласть-6 принесла 17.6% годовых, а ОФЗ 46018 – 22% годовых.

Динамика ценовых индексов ZETBI в мае – начале июня



Источник: Банк ЗЕНИТ

Государственные облигации - лидеры по доходности в мае – начале июня:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
SU46018RMFS6	2.59	21.95
SU46017RMFS8	2.08	18.26
SU25060RMFS3	1.39	13.07
SU46003RMFS8	1.55	12.73
SU46020RMFS2	1.37	12.70
SU26198RMFS0	1.33	12.69
SU45001RMFS3	1.26	11.32
SU25057RMFS9	1.14	10.33
SU46001RMFS2	1.14	9.94
SU25058RMFS7	1.07	9.87

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Субфедеральные облигации - лидеры по доходности в мае-начале июня:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
Мос.обл.6в	1.99	17.57
Якут-10 об	1.88	15.96
Мос.обл.5в	1.61	13.94
КабБалк 1	1.52	13.69
МГор44-об	1.60	13.24
МГор47-об	1.47	12.72
Новси6О-05	1.35	12.39
КОМИ 7в об	1.48	12.17
Мос.обл.4в	1.43	12.07
МГор38-об	1.39	11.16

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные облигации - лидеры по доходности в мае-начале июня:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
ИнтеграФ-1	2.67	24.76
КамскДол 1	2.44	22.31
ВБД ПП 2об	2.19	19.55
ЭйрюЮнион01	2.06	18.80
СОКАвто 01	1.99	18.65
РЖД-06обл	2.03	18.40
МоторФин-1	1.97	18.24
РЖД-07обл	2.02	18.14
МИА-1об	1.80	16.50
ГлМосСтр-2	1.75	16.19

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Несмотря на то, что май для внутреннего долгового рынка в целом прошел более позитивно, нежели апрель, факторов, способных потрепать нервы инвесторам в начале лета, пока хватает. Во-первых, надежда на спасительную паузу в действиях ФРС, способную приостановить рост доходностей базовых активов, выглядит все более туманной (см. раздел «США»). Во-вторых, нельзя исключить, что проявившийся в мае глобальный отток средств с развивающихся рынков повторится и в июне (в случае нового витка снижения мировых фондовых рынков), что окажет дополнительное давление на котировки российских еврооблигаций. Наконец, в третьих, определенные опасения вызывает динамика валютного рынка. В частности, усилившиеся ожидания повышения ставки в США означают, что дифференциал процентных ставок между США и Европой как фактор поддержки доллара еще может сыграть роль в определении тренда на FOREX. В случае роста курса аме-

риканской валюты открытые участниками российского валютного рынка короткие позиции по доллару могут оказаться под угрозой. Их закрытие грозит снижением свободной денежной ликвидности, которое, судя по темпам роста остатков на корр. счетах и депозитах в ЦБ в начале июня, может быть довольно резким.

Таким образом, учитывая сохраняющиеся внешние риски, мы рекомендуем инвесторам пока воздерживаться от покупок длинных голубых фишек и ОФЗ и придерживаться стратегий relative value во втором-третьем эшелонах рынка.

В частности, на коротком и среднем отрезке дюрации по-прежнему привлекательно для покупки выглядят облигации некоторых строителей: Главмосстроя и Группы ЛСР. Кроме того, небольшой потенциал снижения доходности сохраняют облигации Санвэя (спрэд к отраслевому аналогу JFC-2 – 130 б.п., справедливая на наш взгляд разница за кредитное качество порядка 70-100 б.п.).

Ранее рекомендованные нами облигации ритейлеров Топ-Книги, Магнита и Виктории на текущий момент, по всей видимости, близки к своей справедливой стоимости – на этом фоне более привлекательно выглядит начавший недавно вторичное обращение выпуск Дикси Финанс (YTM 9.53%). Выпуск торгуется с премией к отраслевому бэнчмарку Пятерочке-2 (скорректированной на разницу в дюрации) порядка 80 б.п., аналогичная премия Копейки-2 – 50 б.п. При этом, Дикси примерно в 1.5 раза крупнее Копейки по масштабам бизнеса, и, несмотря на меньшую рентабельность (ЕБИТDA margin Копейки в 2005 г. – 5.8%, Дикси – 4.1%), по итогам 2005 года характеризовался меньшей долговой нагрузкой (ДЕВТ/ЕБИТDA Копейки на конец прошлого года - 3.4, у Дикси, по предварительным данным, 2.28). После размещения займов в 2006 году общий объем долга у обеих компаний примерно сравнялся. В целом, наиболее существенным плюсом в кредитном качестве Копейки по сравнению с Дикси является более высокий уровень прозрачности благодаря наличию отчетности МСФО. В то же время, учитывая планы Дикси относительно IPO во втором полугодии 2006, можно ожидать, что это различие в среднесрочной перспективе будет нивелировано. Мы ожидаем сужения спреда к Пятерочке-2 до уровня Копейки в среднесрочной перспективе, что по текущим уровням соответствует доходности 9.2% годовых.

Кроме того, на длинном отрезке дюрации мы обращаем внимание инвесторов на выпуск Куйбышевазота-2, имеющий потенциал сужения премии по доходности к САНОС-2 до 30 б.п. (сейчас около 50 б.п.), а также облигации РСХБ-2, торгующиеся с завышенной премией к валютному выпуску РСХБ-10 (порядка 120 б.п., аналогичная премия Газпром-06 к Gazprom-09 – 95 б.п.).

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / оферты	Доходность к погашению / оферте, % годовых	Прогноз организатора	Прогноз Банка ЗЕНИТ	Организатор/Синдикат по размещению
3 мая	Завод Автоприбор	500	3 года / 1.5 года	- / 13.21%	н/д	-	Антанта Капитал / Уралсиб, КИТ Финанс, Алор Инвест, АКБ Электроника, Сургутнефтегазбанк, ИФК Еврогрин, Татфондбанк, Компания «Бизнес-партнер XXI век»
4 мая	Банк НФК	1 000	3 года / 1 год	- / 10.17%	н/д	-	ПСБ / БК Регион, АКБ Форпост, Еврофинанс Моснарбанк, ING, Славинвестбанк, Газпромбанк, ММБ, Оргрэсбанк
17 мая	Собинбанк	2 000	3 года / 1.5 года	- / 12.36%	11.5% - 12.2%	-	Ренессанс Капитал / КБ Московский Капитал, Русский Банк Развития, ИФК Алемар, КБ Система, СКБ Банк, Татфондбанк
18 мая	Монетка-Финанс	1 000	3 года / 1.5 года	- / 10.99%	10.5% - 11%	11.5% - 12%	Тройка Диалог / Банк Союз, Импэксбанк, Мегатрастойл, Банк Северная казна, Ханты-Мансийский банк
23 мая	Татфондбанк-3	1 500	3 года / 1.5 года	- / 10.38%	10.16% - 10.68%	-	Татфондбанк / ММБ, Банк Национальный стандарт, Номос-БАНК, Банк Союз, БК Регион, ИК КапиталЪ, Россельхозбанк, Альфа-Банк, РТК-Брокер, Оргрэсбанк, КБ Московский капитал, МКБ, Славинвестбанк, ИБ Траст, АКБ Форпост
24 мая	Инпром-3	1 300	5 лет / 1 год	- / 10.99%	10.3% - 10.8%	10.45% - 10.7%	Банк Союз / Ак Барс Банк, Росбанк, Альфа-Банк, Номос-Банк, Уралсиб, КИТ Финанс, Импэксбанк
24 мая	Транскапиталбанк	800	3 года / 1 год	- / 10.92%	н/д	-	Атон / Инвестсбербанк
24 мая	Сибирьтелеком-7	2 000	3 года	8.84%	8.68% - 8.98%	8.75% - 8.9%	Связьбанк / Промсвязьбанк, Агропромкредит, Банк Москвы, Банк Союз, Банк ЗЕНИТ, Импэксбанк, КИТ Финанс, ИК Русс-Инвест, Сбербанк, ИБ Траст, Уралсиб
24 мая	Сибирская Аграрная Группа	400	3 года / 1.5 года	- / 12.01%	11.8% - 12%	12% - 12.5%	ВТБ Розничные услуги / Ак Барс Банк, Экспобанк, Номос-Банк, КБ Стройкредит, Уралсиб
25 мая	АгроСоюз	500	3 года / 1 год	- / 13.96%	н/д	-	Атлантика. Финансы и Консалтинг / Россельхозбанк, ИФК Алемар, Уралсиб, ВТБ Розничные услуги
25 мая	Адамант-Финанс-2	2 000	4 года / 1 год	- / 11.73%	~ 12%	-	Уралсиб / Конверсбанк, КБ Петро-Аэро-Банк, ИК РФЦ, Банк Санкт-Петербург, Сибкакадембанк, ИФК Солид, АПБ Солидарность
26 мая	ДЗ-Финанс	400	3 года / 1 год	- / 11.94%	н/д	-	ИБ Траст / ИК Велес Капитал, КИТ Финанс, Алор Инвест, Сургутнефтегазбанк, Банк ЦентрКредит, Уралсиб
30 мая	Роствертол	800	3 года / 1.5 года	- / 9.52%	~ 9.5%	-	Росбанк / ИГ КапиталЪ, АК Барс Банк, Девон-Кредит, Оргрэсбанк.
1 июня	Техносила-Инвест	2 000	5 лет / 2 года	- / 10.25%	9.8% - 10.2%	-	Банк Москвы / МДМ-Банк, Номос-Банк, ММБ, Балтийский банк, Московский кредитный банк, ИК Регион, ИК Солид, Банк Союз, ИК Алор, Банк Проектного финансирования
6 июня	Группа Черкизово	2 000	5 лет / 3 года	- / 9.05%	8.84% - 9.36%	9.4% - 9.7%	Газпромбанк / Ренессанс Капитал, Уралсиб, Банк ЗЕНИТ, ММБ, ИГ Регион, ПСБ, АК Барс Банк, Газэнергопромбанк, Ханты-Мансийский банк.
6 июня	Евросеть-2	3 000	3 года / 1.5 года	- / 10.51%	9.5% - 10%	-	Банк Москвы, Промсвязьбанк / Ренессанс Капитал, АК Барс Банк, Банк ЗЕНИТ, Дойче Банк, МКБ, Тройка Диалог, РИГрупп-Финанс
7 июня	Дальсвязь-2	2 000	6 лет / 4 года	- / 9.05%	8.73% - 8.94%	8.9% - 9.2%	Связь-банк / Номос-Банк, Промсвязьбанк, Банк Союз, ВТБ Розничные услуги, Дойчебанк, Еврофинанс Моснарбанк, Банк ЗЕНИТ, ИГ Капитал, КИТ Финанс, ММБ
7 июня	Дальсвязь-3	1 500	3 года	8.78%	8.47% - 8.68%	8.7% - 8.9%	Связь-Банк / Номос Банк, Промсвязьбанк, Агропромкредит, Банк Союз, Дойчебанк, Импэксбанк, ИК Русс-Инвест, КИТ Финанс, ММБ, Стройкредит
7 июня	Белон-1	1 500	3 года	9.3%	9.25% - 9.5%	9% - 9.25%	Внешторгбанк / ING, Райффайзенбанк, АК Барс Банк, Банк Москвы, Еврофинанс Моснарбанк, Импэксбанк, ИК КапиталЪ, ММБ, Банк Союз, ИБ Траст
8 июня	МКБ-2	1 000	3 года / 1.5 года	- / 10.67%	н/д	-	МКБ / Номос-Банк, ММБ, ИК Регион, Инвестсбербанк, Связь-Банк, ИК Инвест-Центр, РТК-Брокер, Татфондбанк, ИКБ РИА-Банк
8 июня	Сибкакадембанк-3	3 000	3 года	9.83%	9.57% - 9.99%	-	Газпромбанк, Ситибанк / ММБ, Morgan Stanley, Ренессанс Капитал, ING, Оргрэсбанк, Россельхозбанк, Татфондбанк, ИБ ТРАСТ

Предстоящие размещения

22 июня дебютный выпуск облигаций объемом 2 млрд. руб. инвесторам предложит компания Юнимилк. Срок до погашения облигаций составляет 5 лет, срок до оферты – 3 года.

В целом, Юнимилк можно охарактеризовать как динамично развивающуюся компанию, интересы которой сконцентрированы в сегменте производства и реализации молочной продукции. В прошлом году по сравнению с 2004 г. консолидированная выручка эмитента выросла на 43% до 13.2 млрд. руб.

Компания осуществляет активные действия по реализации достаточно амбициозного плана – занять позиции крупнейшего игрока на рынке молочной продукции, не уступаящего лидеру рынка Вимм-Билль-Данн (ВБД), а, возможно, и превосходящего его. Можно сказать, что уже сейчас эмитент «наступает на пятки» ВБД, контролируя, по разным оценкам, от 8% до 12% российского молочного рынка, 12% рынка Украины, а также занимая значимую долю на рынке Казахстана. При этом доля ВБД на российском рынке в целом также составляет 12%, а его позиции на рынках стран СНГ сложно охарактеризовать как лидерские. Главным «козырем» ВБД является 60% самого «лакомого» ввиду масштабов и прибыльности рынка Москвы и Московской области.

В данной ситуации положительным является тот факт, что российский рынок молочной продукции сохраняет достаточно большой потенциал для роста и вполне способен «переварить» сосуществование двух сильных игроков. Одной из главных тенденций развития рынка молочной продукции в настоящее время является консолидация. Усиливая свои позиции в регионах, ведущие игроки постепенно вытесняют или поглощают локальных производителей. По прогнозам участников рынка в среднесрочной перспективе количество мелких региональных производителей сократится до минимума.

Старуя, как региональный производитель, Юнимилк постепенно выходит на национальный уровень, расширяя географию своего присутствия, активно приобретая новые активы. Стоит отметить, что Юнимилк осуществляет региональную экспансию с учетом присутствия активов ВБД. Таким образом, компания старается сократить свои затраты на продвижение и дистрибуцию, которые в условиях активного развития компании и без того являются достаточно существенными и стали одной из ключевых причин чистого убытка 2005 года в размере 261 млн. руб., при этом амортизационные отчисления оказали весомую поддержку финансовой устойчивости и рентабельность по EBITDA составила 5.9%.

Можно сказать, бизнес Юнимилк постепенно приближается к завершающему этапу формирования корпоративной структуры. Организованный по дивизиональному принципу, то есть посредством формирования обособленных производственно-сбытовых комплексов, которые контролируются управляющей компанией, бизнес функционирует уже достаточно успешно. Это позволяет компании прогнозировать на 2006 г. увеличение оборота до 27 млрд. руб. и чистую прибыль не менее 200 млн. руб. К 2008 г. Юнимилк планирует увеличить свою выручку до 40 млрд. руб. При этом, если в 2006 г. эмитент закладывает норму EBITDA на уровне 7.9%, то к 2008 г. он ожидает не менее 10.8%.

Параллельно с развитием производственных активов преобразуется портфель брендов компании, в котором ранее значительную долю занимали локальные марки и продукция «по пате». На текущий момент доля продукции под национальными брендами уже достигла 36% в структуре продаж. К середине 2007 г. эмитент планирует полностью избавиться от небрендованной продукции, а самые сильные из региональных марок вывести на национальный уровень, что наряду с увеличением высоко маржинальных видов продукции рассматривается в качестве драйверов роста рентабельности.

Одной из главных проблем Юнимилк на сегодняшний день, на наш взгляд, является достаточно весомая долговая нагрузка – по итогам прошлого года соотношение Долг/EBITDA было на уровне 5.75, при этом процентные расходы EBITDA превышала всего в 1.5 раза. В то же время финансовые прогнозы на текущий год вселяют определенную порцию оптимизма: увеличение объемов выпуска готовой продукции в натуральном выражении и рост доли продаж, характеризующейся большей нормой прибыли позволят сократить значение долг/EBITDA в текущем году до 3.5, а в последствии до уровня менее 2. При этом значительное внимание уделяется не только объемам кредитного портфеля, но и его качеству по срочности: эмитент стремится сократить давление краткосрочных обязательств, используя часть средств облигационного займа на рефинансирование.

Наряду с этим, одним из ключевых рисков эмитента является отсутствие юридически оформленных прав собственности на 13 предприятий, финансовые потоки которых уже заложены в прогнозы на 2006 - 2008 гг. Поскольку документы для согласования сделок по приобретению этих активов находятся на согласовании в ФАС, мы ожидаем, что данный

Юнимилк Финанс

Размещение: 22 июня 2006

Объем: 2 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет (3 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 купоны равны первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организаторы: Райффайзенбанк

риск будет нивелирован в краткосрочной перспективе, что позитивно отразится на кредитном качестве Юнимилк. Пока же корпоративные риски компании мы оцениваем как достаточно высокие.

Отраслевым бенчмарком при позиционировании облигаций Юнимилк, безусловно, являются облигации второго выпуска ВБД, доходность которых на 07.06.2006 составляла 8.44% годовых к погашению в декабре 2010 года. Средний спрэд ВБД-2 к кривой ОФЗ варьируется в диапазоне от 180 б.п. до 200 б.п.

Принимая во внимание существующую на текущий момент разницу в кредитном качестве двух компаний, мы полагаем, что премия в доходности Юнимилк к бумагам ВБД, компенсирующая разницу в масштабах бизнеса, отсутствие юридически оформленной структуры, отсутствие публичной кредитной истории, должна составлять не менее 125 б.п. Таким образом, полагая, что на отрезке дюрация, соответствующем выпуску Юнимилк, облигации ВБД торговались бы с доходностью в диапазоне от 8.2% до 8.4% годовых и закладывая премию за первичное размещение в размере не менее 20 б.п., справедливую доходность облигаций Юнимилк мы оцениваем на уровне 9.65% - 9.9% годовых к трехлетней оферте.

Список дебютантов долгового рынка в июне пополнит и Группа компаний «Арбат Престиж» - лидер среди розничных специализированных сетей парфюмерно-косметической продукции, с рыночной долей около 45% российского рынка.

В течение 2005 г. число магазинов под брендом «Арбат Престиж» увеличилось с 16 до 28. Ввиду того, что открытие новых магазинов в 2005 г. пришлось преимущественно на вторую половину года, их вклад в увеличение оборота был не значительным: выручка выросла только на 3.4% с 232 млн. долл. до 240 млн. долл. Основной эффект от новых приобретений Арбат Престиж ожидает в течение текущего года, прогнозируя рост выручки до 288 млн. долл. Кроме того, вклад в увеличение оборота компания ожидает от увеличения числа магазинов в течение текущего года до 41. При этом оценить реальный рост прибыли в 2005 г. не представляется возможным: ссылаясь на невозможность раскрытия данных о финансовых результатах по причине смены менеджмента, компания не публикует финансовые показатели прошлых лет. Безусловно, этот факт совсем не добавляет позитива оценке кредитного качества компании. Вместе с тем, опираясь на данные 2005 г., можно отметить, что бизнес «Арбат Престиж» характеризовался нормой прибыли по EBITDA на уровне близком, к продуктовым ритейлерам – 9.4% (рентабельность бенчмарка ритейлеров Пятерочки составляла в 2005 г. 11.7%).

Результаты 1 кв. 2006 г., согласно Draft-отчетности по МСФО, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выглядят впечатляюще: оборот «Арбат Престиж» вырос на 37.3%, при этом рентабельность по EBITDA, по нашим расчетам, составила чуть более 19%. При этом не стоит упускать из виду весомое влияние фактора сезонности: именно на первый квартал приходится пик продаж.

Бизнес эмитента сконцентрирован преимущественно в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге, хотя эти рынки еще не достигли точки насыщения, темп их роста постепенно замедляется, кроме того, усиливается конкуренция со стороны других розничных сетей. В настоящее время одним из главных конкурентных преимуществ компании является ценовое. Сохраняя его, компания имеет достаточно шансов для поддержания текущих рыночных позиций, в то же время более значимым фактором, поддерживающим рост нормы прибыли, становится эффект масштаба. Пока планов по региональной экспансии эмитент не раскрывает (анонсируются лишь новые магазины в Москве, МО и Питере, преимущественно на территории строящихся торгово-развлекательных центров). В то же время именно выход на региональные рынки в силу их высокого потенциала является одним из главных драйверов роста нормы прибыли в среднесрочной перспективе.

Одной из характерных особенностей эмитента в отличие от большинства ритейлеров, присутствующих на долговом рынке, является то, что большая часть торговых площадей находится в собственности. Обратной стороной масштабных приобретений в течение прошлых лет стал рост долгового бремени. По итогам 2005 г. соотношение Долг/EBITDA было на уровне 7.6. Несмотря на то, что часть средств облигационного займа планируется направить на рефинансирование краткосрочных обязательств, долговая нагрузка останется одним из главных финансовых рисков «Арбат Престиж». Мы не исключаем, что при расширении масштабов бизнеса компания столкнется с необходимостью привлекать дополнительное финансирование. Вместе с тем, мы отмечаем, что переход от покупок к аренде торговых площадей при организации новых магазинов в условиях роста денежного потока позволит эмитенту существенно замедлить рост долговой нагрузки. Кроме того, в качестве экстренных мер по снижению долгового бремени в краткосрочной перспективе эмитент рассматривает продажу наименее рентабельных активов.

В качестве главного ориентира по доходности при позиционировании бумаг «Арбат Престиж» мы рассматриваем результаты состоявшегося 1 июня размещения дебютного вы-

Арбат Престиж

Размещение: июнь 2006

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 2 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон равен первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

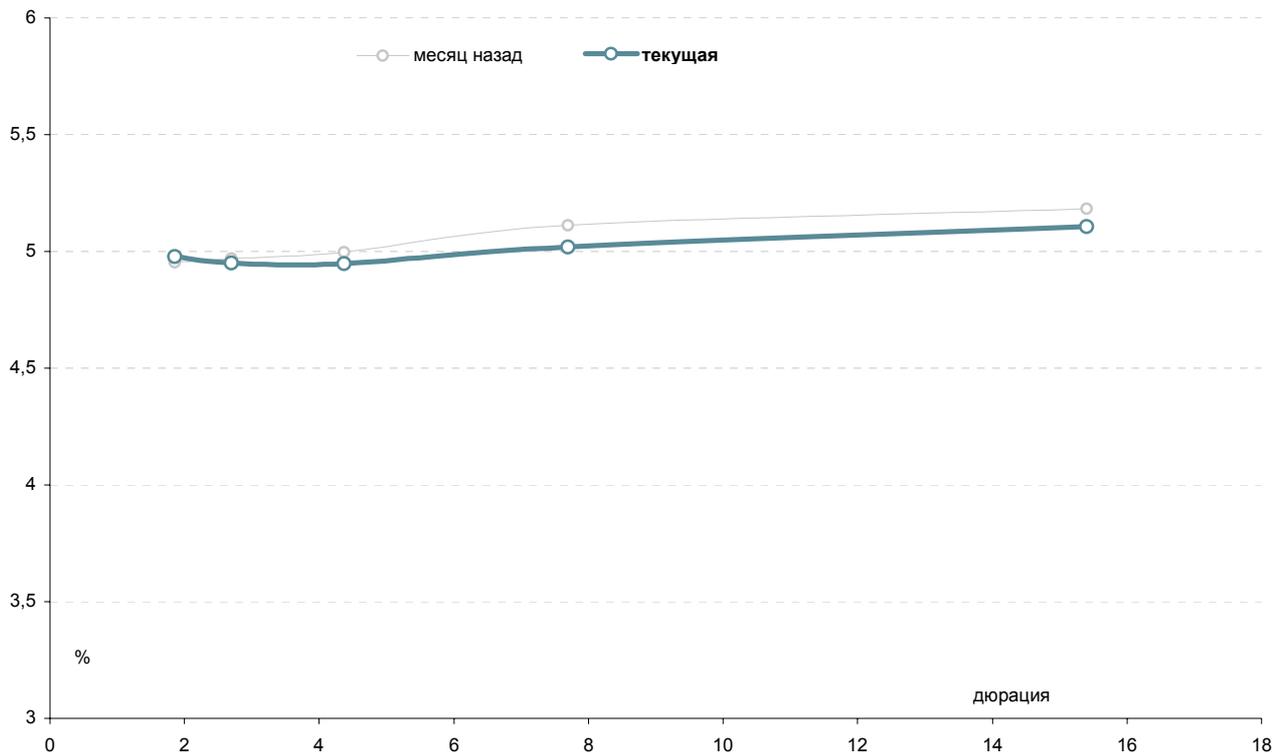
Организаторы: Уралсиб

пуска облигаций Техносилы (доходность к двухлетней оферте 10.25% годовых). Несмотря на то, что интересы Техносилы сконцентрированы в другом сегменте потребительского рынка, сопоставимость компаниям обеспечивает их узкая специализация.

Кредитное качество «Арбат Престиж» мы оцениваем несколько выше, чем у Техносилы, полагая, что влияние факторов, поддерживающих «Арбат Престиж», а именно: более высокая рентабельность бизнеса, наличие собственных торговых площадей, текущие позиции лидера рынка, достаточно оптимистичные оценки роста рынка парфюмерно-косметической продукции, наличие серьезного акционера в лице УК «Тройка Диалог» компенсирует меньший по сравнению с Техносилой масштаб, а также низкую прозрачность компании, весомую долговую нагрузку. Опираясь на вышеизложенное, ввиду более короткой дюрации выпуска «Арбат Престиж», можно говорить о дисконте в доходности к бумагам Техносилы. В то же время, мы отмечаем, что доходность, которая сложилась при размещении бумаг Техносилы, на наш взгляд, является несколько заниженной при текущем кредитном качестве компании. В свете этого, мы разделяем мнение организатора, что справедливая доходность облигаций «Арбат Престиж» находится диапазоне от 10.25% до 10.5% годовых. Между тем, принимая во внимание достаточно оптимистичное отношение инвесторов к выпускам торговых сетей, мы не исключаем, что текущая рыночная конъюнктура позволит компании разместить облигации с более низкой доходностью.

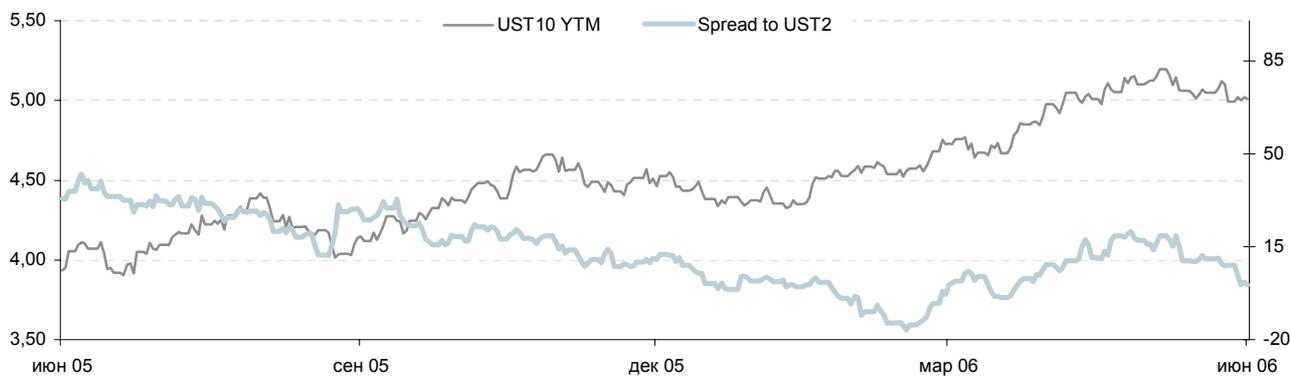
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

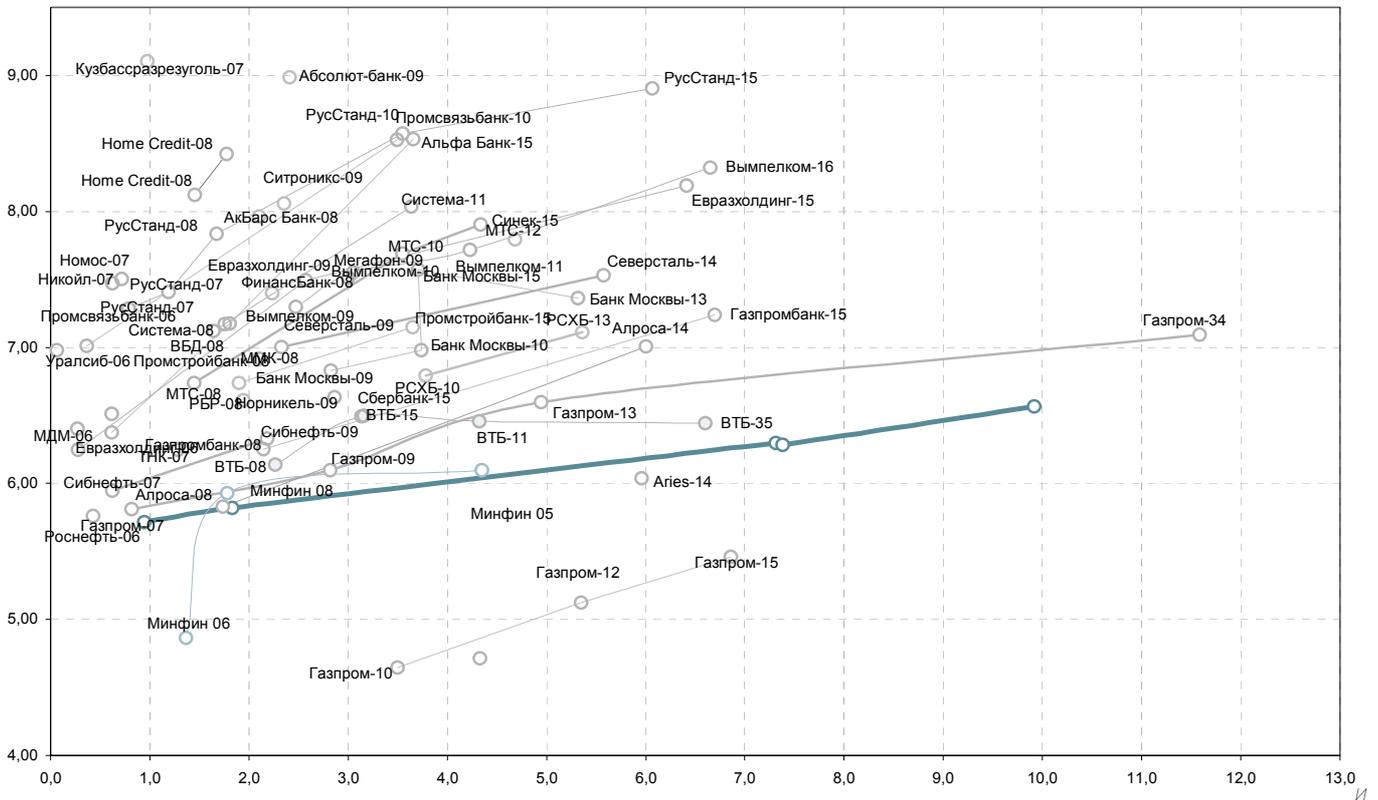
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



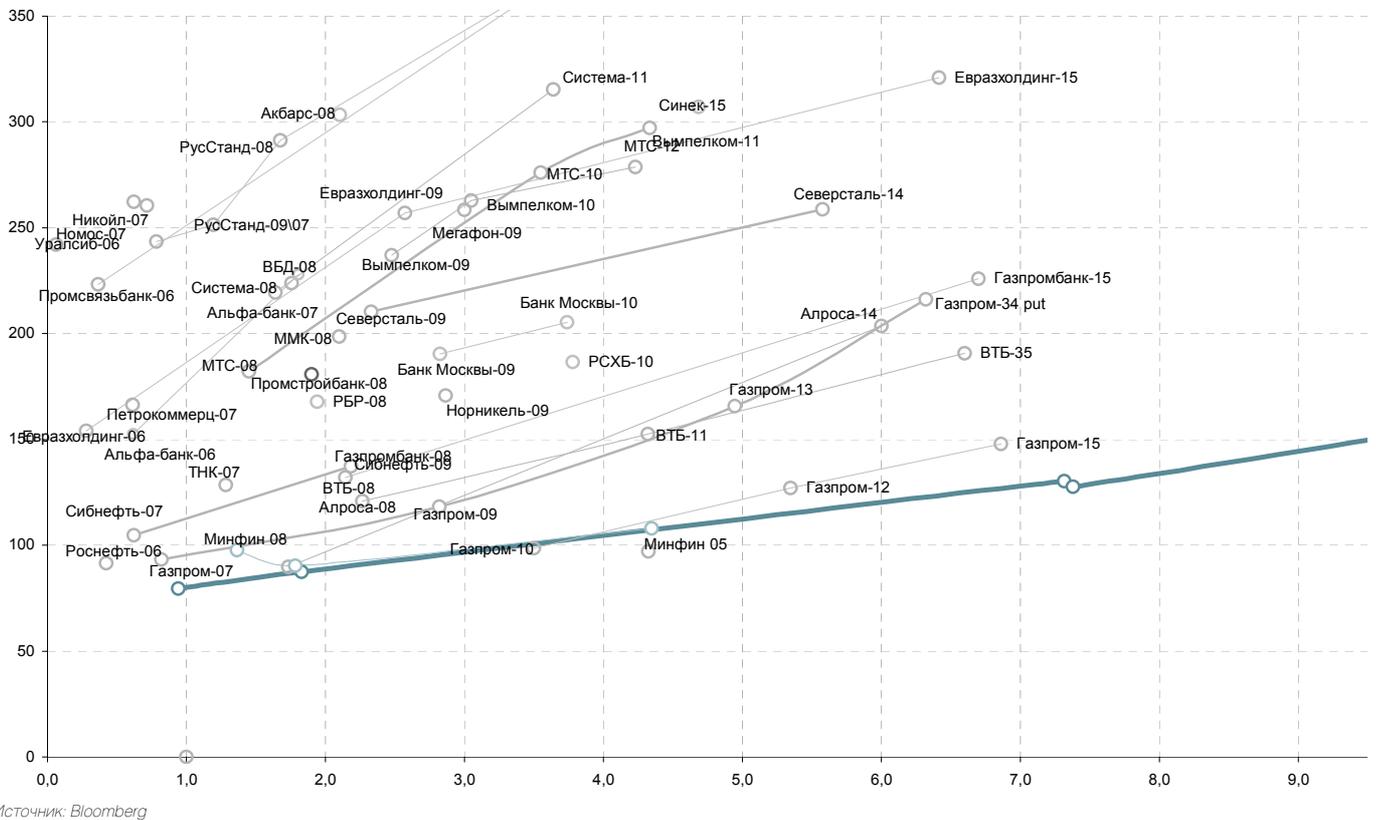
Источник: Bloomberg

Приложение 2. Еврооблигации

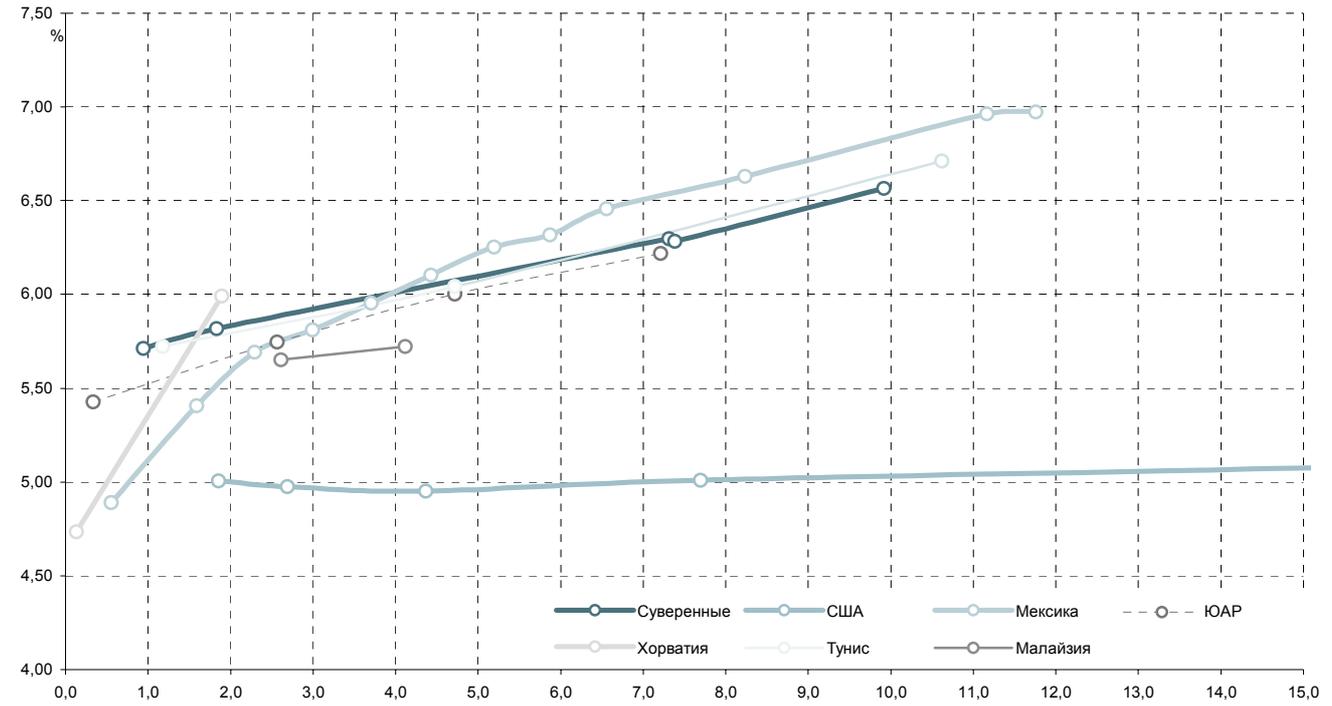
Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривая спредов российских еврооблигаций



Кривая доходности российских еврооблигаций в сравнении с другими странами с инвестиционным рейтингом начального уровня



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

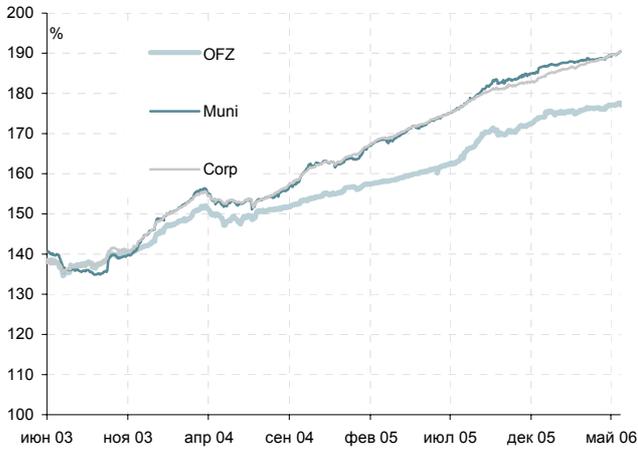
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB/BBB	104,12	104,25	5,775	0,94	75
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,25	Baa2/BBB/BBB	104,49	104,64	5,765	1,83	189
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB/BBB	139,04	139,44	6,315	7,31	130
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB/BBB	171,03	171,53	6,578	9,92	153
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB/BBB	107,11	107,21	6,288	7,38	123
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB/BBB	97,34	97,47	4,913	1,36	-10
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB/BBB	94,62	94,82	5,99	1,78	90
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	86,96	87,16	6,124	4,35	108
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB	103,91	104,04	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB	110,74	110,99	4,211	2,86	60
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB	122,87	123,12	6,055	5,96	106
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2/-/BBB	107,64	107,99	4,749	4,33	98
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB+	102,58	102,75	5,911	0,82	88
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB+	112,80	113,17	6,153	2,82	118
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB+/BB+	111,58	111,98	4,695	3,50	100
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB+	115,83	116,20	6,629	4,95	166
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	102,76	102,89	5,468	6,86	151
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	102,99	103,14	6,85	8,47	183
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB+/BB /+*	118,34	118,46	7,1	11,58	203
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba2/BB	103,46	103,56	6,02	0,62	98
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba2/BB	110,25	110,40	6,357	2,18	137
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB /+*/BB+	106,18	106,25	6,272	1,28	125
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B+	102,89	102,95	5,835	0,43	83
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	104,33	104,56	6,814	1,45	180
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	102,23	102,48	7,722	3,55	276
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	100,17	100,42	7,931	4,34	297
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	Ba3/BB	106,93	107,18	7,343	2,48	237
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	Ba3/BB	101,14	101,39	7,593	3,05	263
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	Ba3/BB	102,57	102,82	7,746	4,23	279
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B1/BB-	101,23	101,48	7,552	3,00	258
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	105,03	105,28	7,19	1,64	218
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	102,78	103,17	8,087	3,64	313
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	101,17	101,42	6,675	2,86	170
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	102,05	102,30	6,975	2,10	198
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2 /+*/B+ /+*	103,51	103,91	7,081	2,33	210
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2 /+*/B+ /+*/BB- /+*	109,54	110,04	7,57	5,58	258
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B2/B+	102,11	102,36	7,239	1,76	223
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B+	103,81	104,06	5,896	1,74	89
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B+	111,49	111,74	7,024	6,00	203
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	100,65	100,70	6,324	0,278	144
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	109,03	109,28	7,539	2,571	257
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	99,14	99,39	7,812	4,683	289
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	6,86	A2/BBB	100,37	100,43	5,907	0,12	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A2/BBB-	98,89	99,14	6,987	3,16	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	101,43	101,68	6,193	2,27	121
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	104,38	104,63	6,483	4,32	153
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A2/BBB-	99,41	99,41	7,17	3,14	155
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	97,20	97,45	6,455	6,60	165
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	A3/BB	101,91	102,16	6,31	2,15	132
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	A3	103,13	103,38	6,872	2,82	191
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	A3	101,23	101,48	7,014	3,74	206
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	100,62	100,69	6,526	0,27	155
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B/B	100,09	100,10	7,111	0,06	227
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,88	101,04	7,595	0,62	256
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	Ba3/B	101,40	101,56	6,637	0,61	160
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	Ba3/NR	100,96	101,07	7,579	0,72	255
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	100,95	101,15	7,41	0,79	238
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,23	100,46	7,5	1,19	248
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	Ba3/B	101,09	101,14	7,087	0,36	214
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,75	Ba3/BB-	104,37	104,62	8,174	2,75	329

Источник: Bloomberg

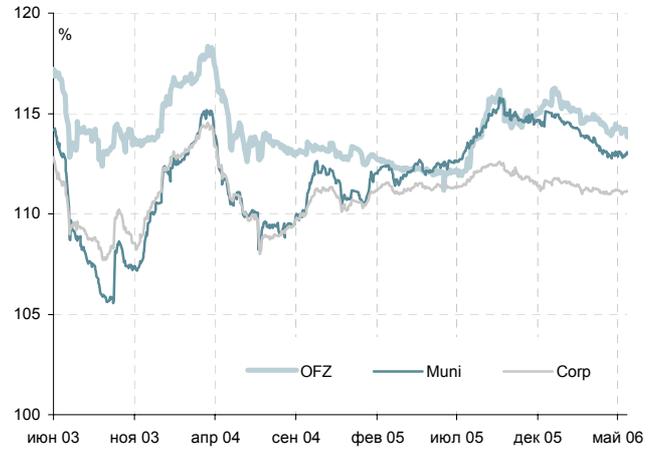
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

Индекс совокупного дохода



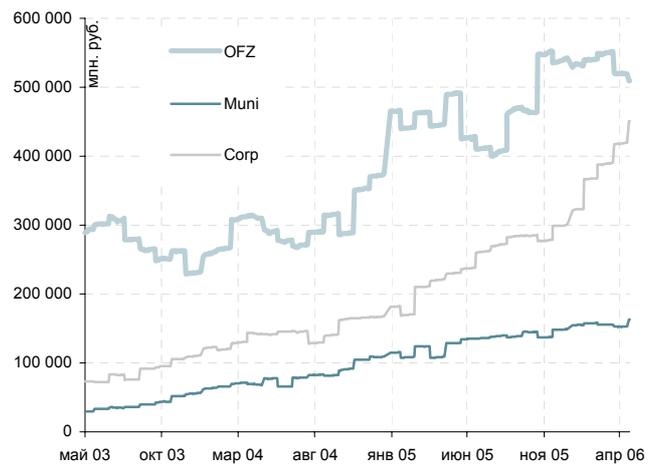
Индекс цен



Динамика доходности



Динамика капитализации

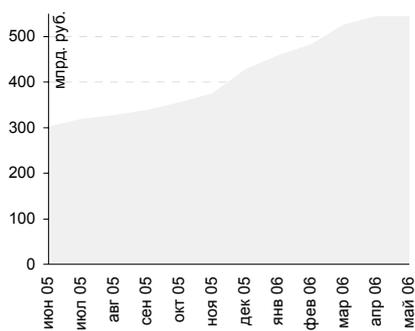


Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

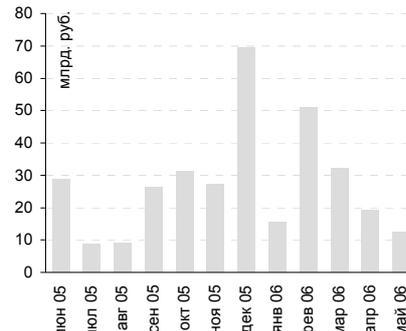
Емкость рынка*

май 06	544,0
апр 06	544,0
мар 06	525,9
фев 06	482,8
январь 06	458,3
декабрь 05	427,6
ноябрь 05	375,5
октябрь 05	355,6
сентябрь 05	338,2
август 05	328,0
июль 05	318,9
июнь 05	302,1



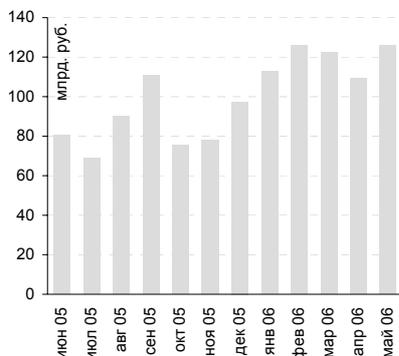
Первичные размещения

май 06	12,7
апр 06	19,2
мар 06	32,1
фев 06	51,0
январь 06	15,5
декабрь 05	69,4
ноябрь 05	27,5
октябрь 05	31,4
сентябрь 05	26,2
август 05	9,0
июль 05	8,9
июнь 05	28,9

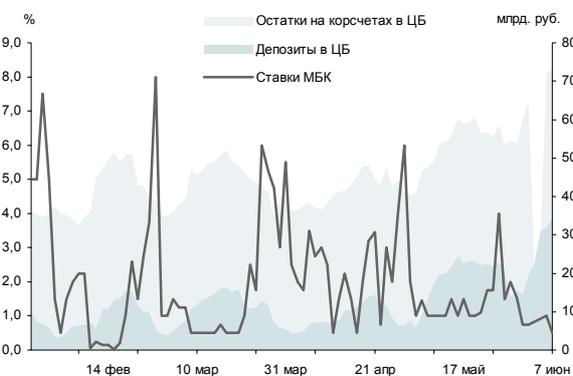


Биржевой оборот** (ММВБ)

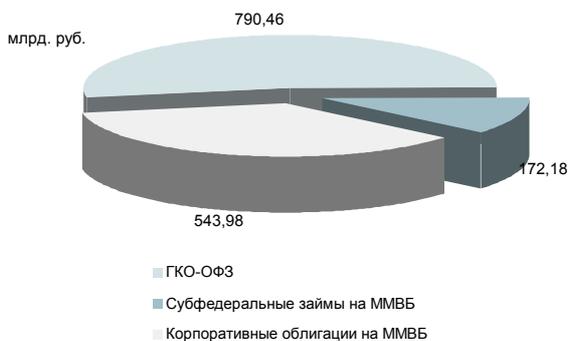
май 06	126,0
апр 06	109,0
мар 06	122,4
фев 06	125,9
январь 06	113,0
декабрь 05	97,5
ноябрь 05	78,1
октябрь 05	75,6
сентябрь 05	110,7
август 05	90,1
июль 05	68,9
июнь 05	80,5



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

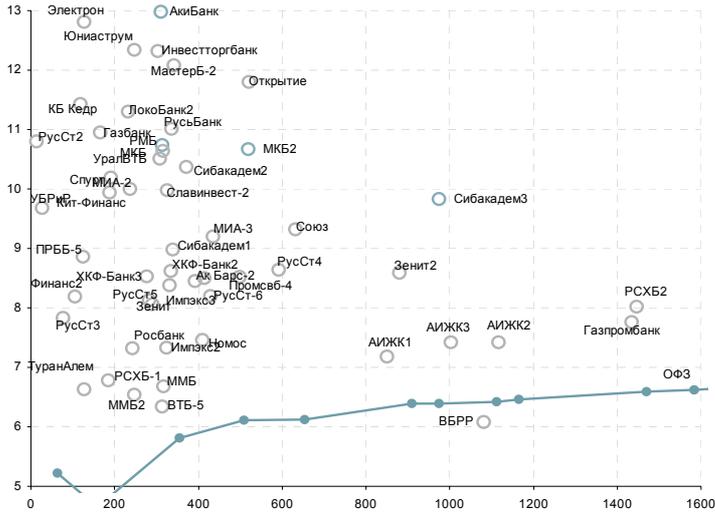
Примечания к таблице:

* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

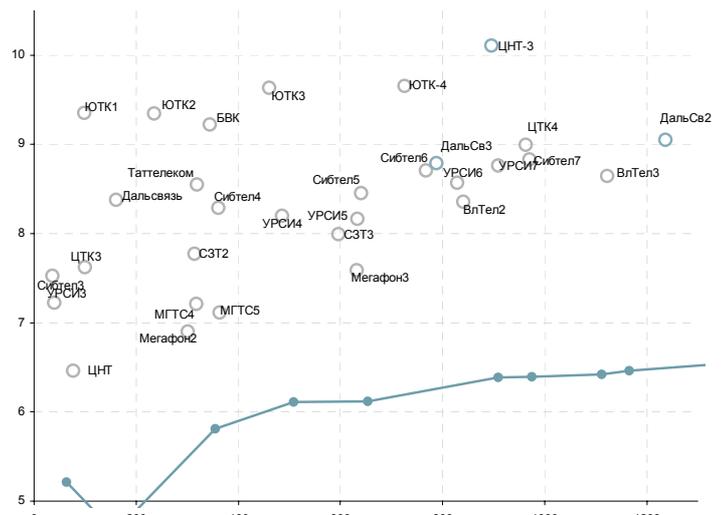
** В объеме торгов учитываются только выпуски, включенные в емкость рынка

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

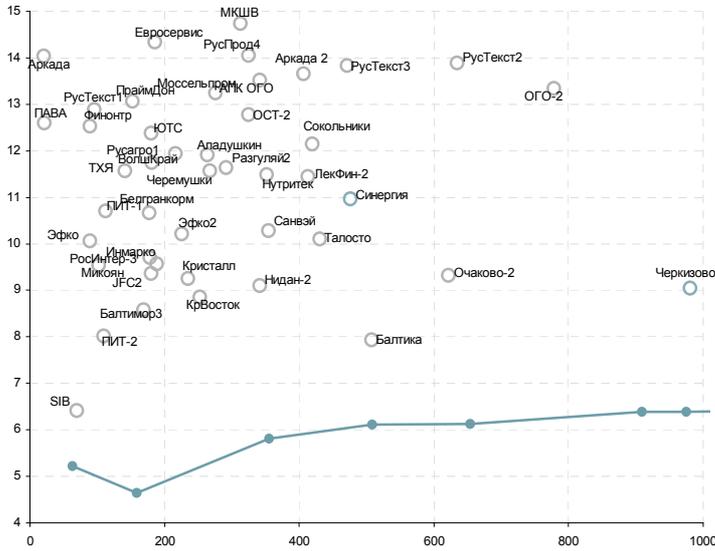
Банки, финансовые услуги



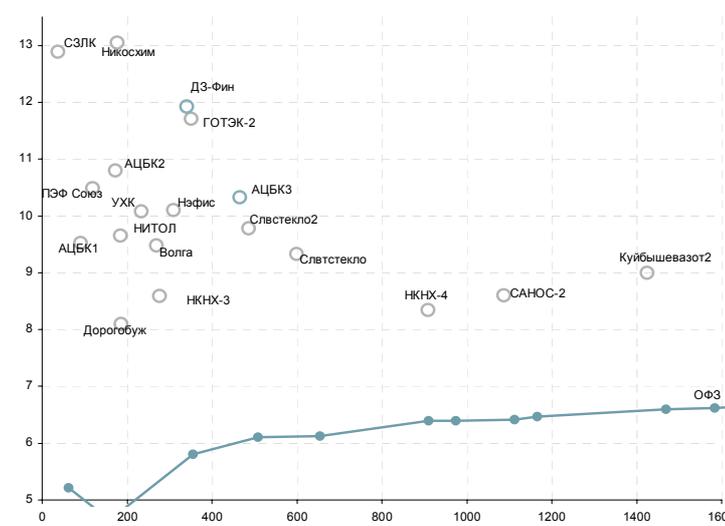
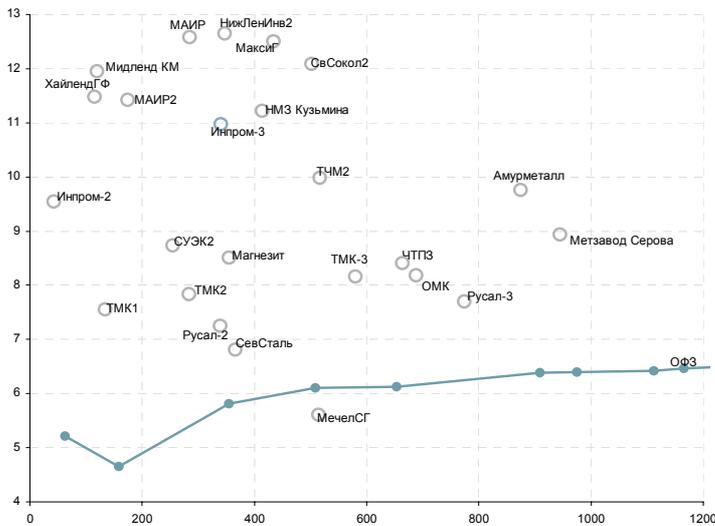
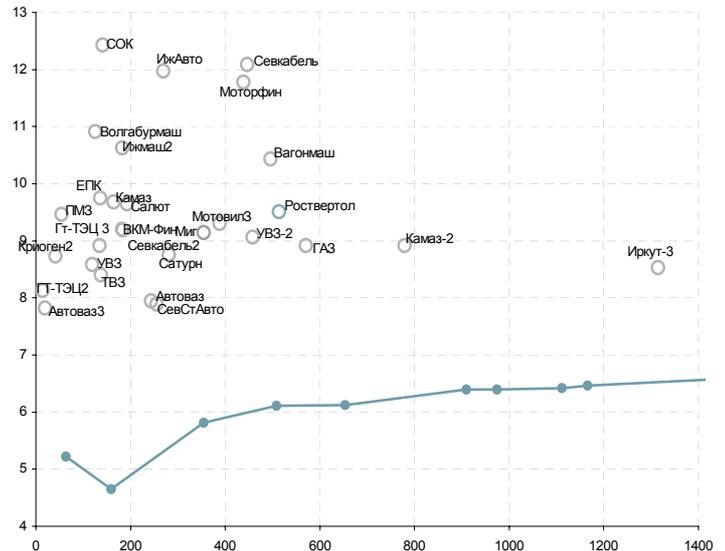
Телекоммуникации



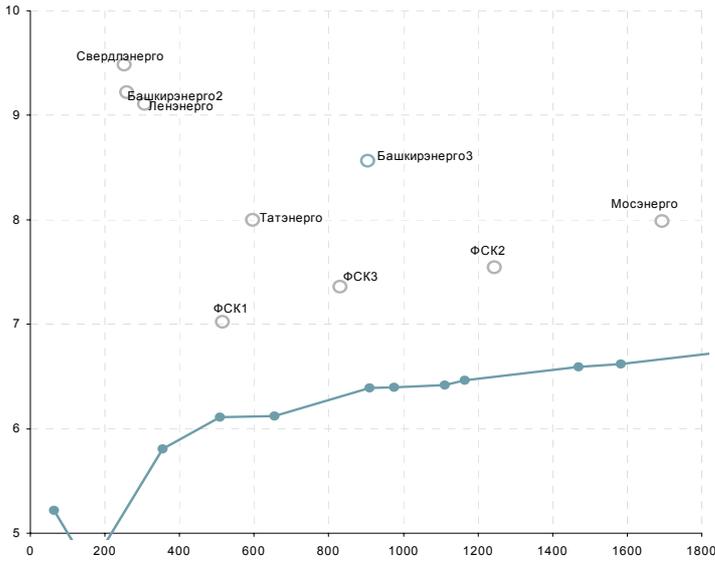
Пищевая промышленность, АПК, легкая промышленность



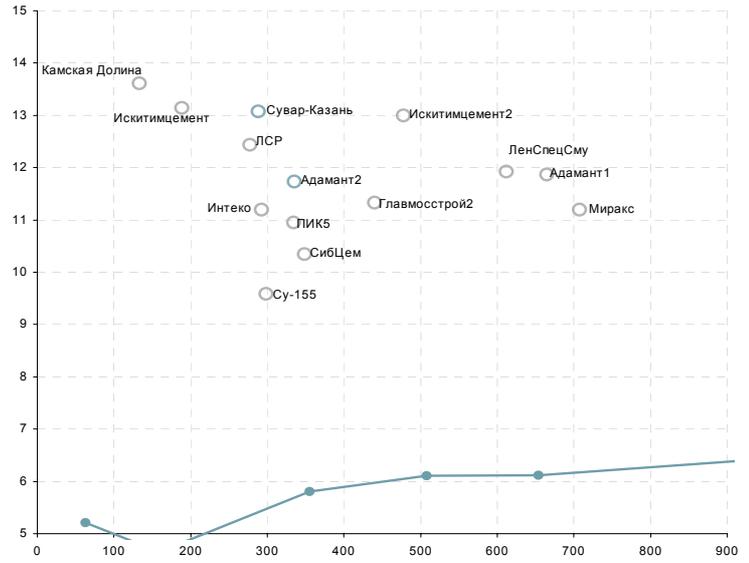
Машиностроение



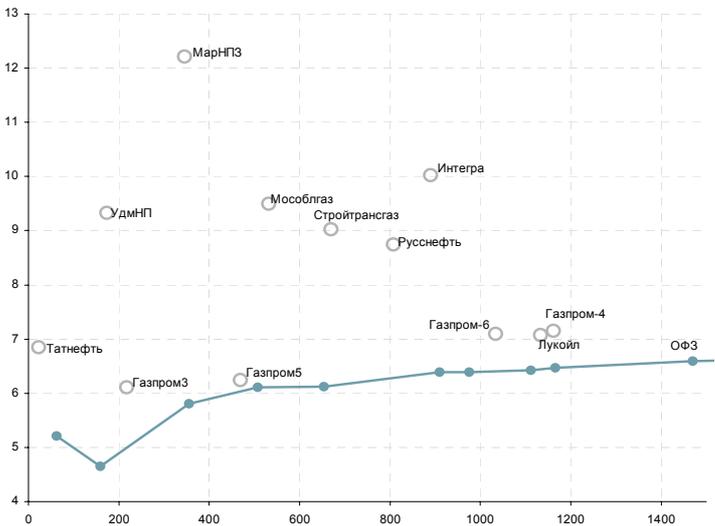
Энергетика



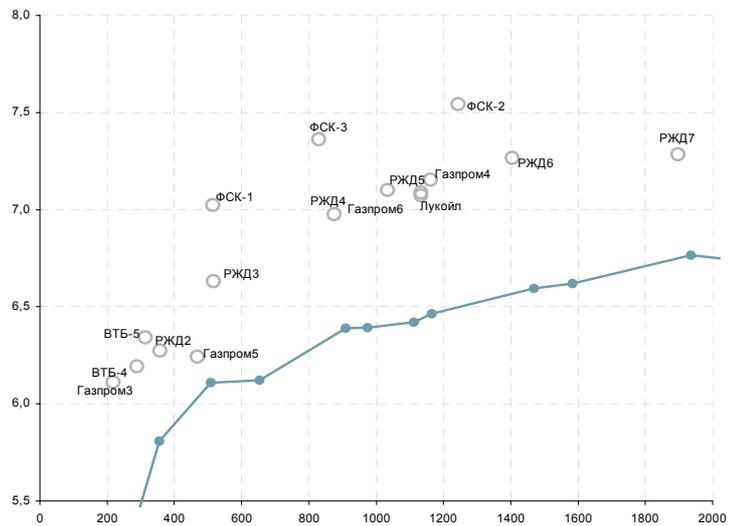
Строительство, стройматериалы



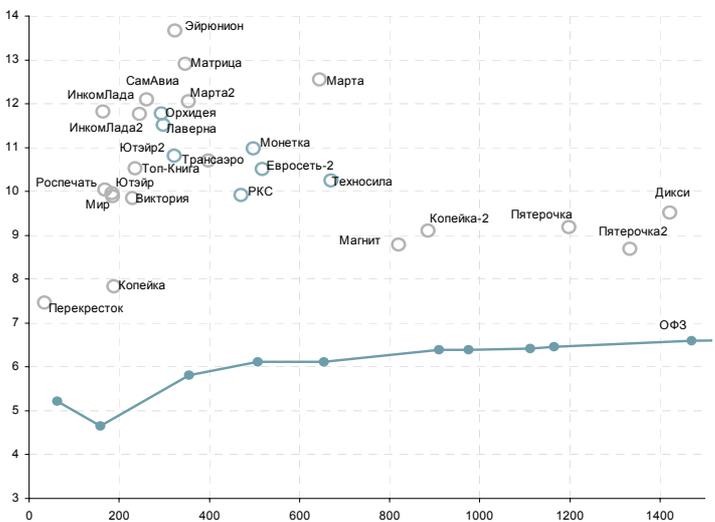
Нефтегазовая отрасль



Естественные монополии



Торговля и услуги, транспорт



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
Зам. Начальника Департамента

Роман Пивков
Кирилл Копелович

roman.pivkov@zenit.ru
kopelovich@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления
Еврооблигации
Рублевые облигации
Рублевые облигации
Брокерское обслуживание
Брокерское обслуживание

Константин Пospelов
Владислав Григорьев
Алексей Третьяков
Роман Попов
Ирина Киреева
Тимур Мухаметшин

konstantin.pospelov@zenit.ru
v.grigoriev@zenit.ru
a.tretyakov@zenit.ru
r.popov@zenit.ru
i.kireeva@zenit.ru
t.mukhametshin@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации
Еврооблигации
Анализ кредитных рисков
Акции
Акции
Акции

Яков Яковлев
Александр Доткин
Ольга Ефремова
Евгений Суворов
Мария Сулима
Дмитрий Лукашов

y.yakovlev@zenit.ru
a.dotkin@zenit.ru
o.efremova@zenit.ru
e.suvorov@zenit.ru
m.sulima@zenit.ru
d.lukashov@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Начальник управления

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления

Валерий Голованов

v.golovanov@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.