

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

США	2
Еврооблигации России	5
Рублевые облигации	7
Первичные размещения	10
Приложение	16

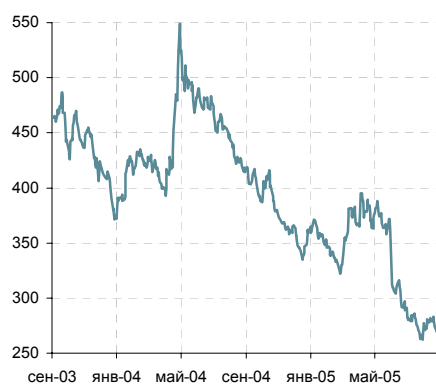
Принимая во внимание факторы, продолжающие оказывать поддержку длинным Treasuries, в том числе и возникшую неуверенность инвесторов относительно будущего американской экономики после сильнейшего урагана, мы, по-прежнему считая, что рост доходностей имеет все шансы возобновиться, понижаем наш прогноз роста доходностей 10-летних бумаг до 4.5-4.75%. В то же время, мы сохраняем прогноз по доходности 2-летних бумаг к концу года на уровне 4.25-4.5% и ставке на уровне 3.75-4%.

Прошедший месяц привел нас к реализации наших целей по российскому спрэду на уровне 120 б.п., и дальнейшую позитивную динамику мы связываем с возможным повышением рейтинга Moody's на одну ступень с присвоением позитивного прогноза. В корпоративном секторе мы считаем, что бумаги Вымплекама, Северстали-14 и Синека сохраняют потенциал роста, и поэтому сохраняем рекомендацию по их покупке.

Пока большинство факторов говорят в пользу того, что осенью на рынке рублевого долга сохранится благоприятная конъюнктура – хотя в корпоративном сегменте она, вероятно, в большей степени будет прослеживаться на первичном рынке в виде высокого спроса на аукционах и отсутствия премии в доходности при размещениях.

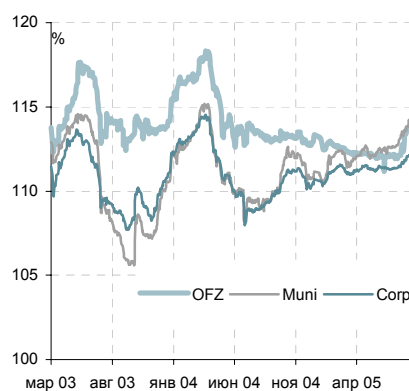
Адекватной стратегией на ближайший месяц мы видим диверсификацию между длинными ликвидными выпусками, из которых лучше всего выглядят длинные серии Москвы, и корпоративными/субфедеральными бумагами второго-третьего эшелонов, некоторые из которых по-прежнему имеют потенциал сужения спрэдов к голубым фишкам. Из последних мы выделяем выпуски САНОС-2, Атоваза, Главмосстроя, Адамант Финанс, Группы ЛСР, Ярославской области-2, а также облигации Группы Мидлэнд.

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

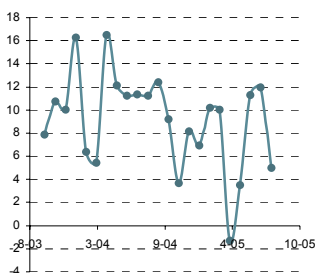
www.zenit.ru

США

На фоне возросшей волатильности по итогам прошедшего месяца доходность 2-летних Treasuries снизилась на 13 б.п. до 3.87%, 10-летних – на 18 б.п. до 4.12%, при этом спрэд между 2-летними и 10-летними бумагами сужался, показав минимальное с 2001 года значение 11 б.п.

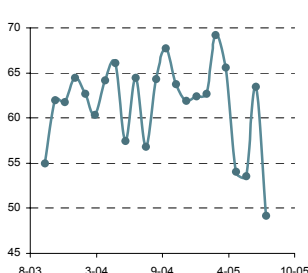
Основными факторами, определившими подобную динамику, стали возросшие опасения замедления экономического роста США, чему способствовали как растущие цены на нефть, так и слабые макроэкономические данные, выходящие во второй половине месяца. Последняя же неделя августа преподнесла инвесторам еще один повод для беспокойств в виде форс-мажора – сильнейшего урагана Кэтрин на юге США. Именно последний фактор обусловил достижение очередного исторического максимума на рынке черного золота (\$70.85), усилив ожидания сокращения потребительского спроса. При этом расхождение инвесторов не выглядят беспочвенными: макроэкономические показатели, выходящие в августе, дали для этого определенные основания, причем негатив исходил как от июльских данных, так и от опережающих индикаторов, отражающих экономическую ситуацию в августе. Так, заказы на товары длительного пользования в июле снизились на 4.9% (ожидания -1.5%), розничные продажи выросли на 1.8% (ожидания 2.1%), рост промышленного производства оказался на уровне 0.1% (ожидания 0.5%), и, наконец, уточненное значение ВВП за второй квартал составило 3.3% (ожидания 3.4%). При этом, чикагский индекс менеджеров по закупкам в августе опустился ниже 50 п. до 49.2 п. (ожидания 61 п.), мичиганский индекс потребительского доверия также оказался ниже прогнозируемого уровня (89.1 п. против 95.5 п.), тем самым демонстрируя развитие негативных тенденций на фоне продолжающегося повышательного тренда на рынке нефти. Такое развитие событий не осталось обойденным вниманием ФРС: публикация стенограммы августовского заседания показала, что члены ФРС выразили озабоченность относительно возможного замедления темпов роста из-за остающихся высокими цен на энергоносители.

Заказы на товары длительного пользования, % г/г



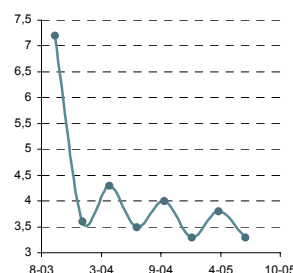
Источник: Bloomberg

Чикагский индекс менеджеров по закупкам



Источник: Bloomberg

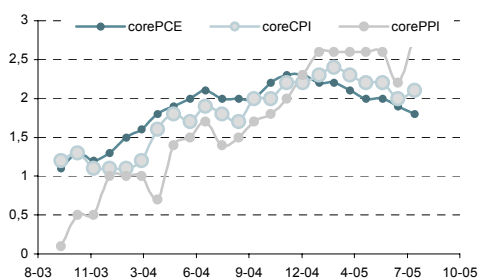
Динамика ВВП, % к/к



Источник: Bloomberg

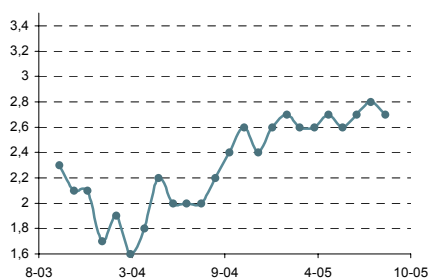
Однако ожидания замедления экономики, и, вместе с тем, возможные послабления в политике ФРС, могут так и остаться пока на уровне спекуляций: ситуация на нефтяном рынке грозит не только замедлением роста экономике, но и нарушению казалось бы начинающейся устанавливаться ценовой стабильности. Пожалуй, лишь базовая составляющая ценового индекса потребительских расходов несколько скрасила впечатления от остальной инфляционной статистики (1.8% при ожиданиях 1.9%). Индекс потребительских цен в июле в годовом выражении вырос на 3.2% (ожидания 3%), при этом базовый индекс оказался на уровне ожиданий 2.1% (предыдущее значение 2%). Индекс цен производителей показал еще более выраженную динамику: в годовом выражении индекс вырос на 4.6% (ожидания 3.9%, предыдущее значение 3.6%), базовый - на 2.8% (ожидания 2.4%, предыдущее значение 2.2%). При этом, основная угроза продолжает исходить от рынка труда: рост стоимости рабочей силы во втором квартале составил 2.5% (ожидания 1.4%). Что же касается более свежих данных, то, несмотря на некоторое замедление в августе, средняя почасовая оплата труда сохраняет высокие темпы роста (2.8% в июле и 2.7% в августе).

Динамика базовых CPI, PPI, PCE, % г/г



Источник: Bloomberg

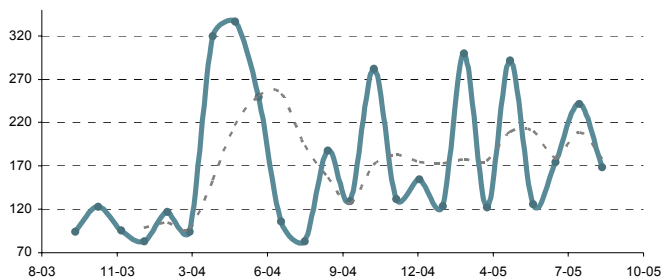
Средняя почасовая оплата труда, % г/г



Источник: Bloomberg

Говоря о рынке труда, следует отметить, что ситуация на нем продолжает развиваться в позитивном направлении. Уровень безработицы в августе снизился до 4.9%, а количество вновь созданных мест, хоть и оказалось ниже ожиданий (169 тыс. против 190 тыс.), остается на уровне 4-месячной скользящей средней (178 тыс.), при этом предыдущее значение было пересмотрено в сторону увеличения с 207 тыс. до 242 тыс.

Количество созданных рабочих мест в несельскохозяйственном секторе и 4-месячная скользящая средняя



Источник: Bloomberg

Кроме того, еще одним фактором, позволяющим говорить о возможности ФРС продолжать «взвешенную» политику, остается рынок недвижимости, являющийся одним из ключевых секторов экономики. Продажи новых домов составили 1.42 млн. (ожидания 1.328 млн.), в то время как строительство новых домов продолжает наращиваться (2.042 млн., ожидания 2.025 млн.), и это несмотря на негативную динамику расходов на строительство.

Вообще, когда инвесторы в казначейские бумаги с шашкой наголо несутся к мониторам выставлять ордера на покупку, тупя при этом о паузах, возникает закономерное желание узнать по этому поводу мнение самого регулятора. В этом плане прошедший месяц не отличался скупостью на комментарии. Во-первых, в самом начале месяца на очередном заседании ФРС в десятый раз подряд повысила ставку на 25 б.п. до 3.5%, при этом согласно протоколу, несмотря на умеренные данные по базовой инфляции, забота регулятора сосредоточена на долгосрочных перспективах ценовой стабильности. И хотя позднее, после опубликования стенограммы, где, как отмечалось выше, представители ФРС выразили озабоченность относительно перспектив дальнейшего роста экономики, на рынке Treasuries произошло ралли, инвесторы легкомысленно отнеслись к тому, что Центробанк также озабочен и ускорением инфляции. Акцент на инфляцию сделал глава ФРБ Чикаго Майкл Москоу, который отметил, что риски ускорения инфляции требуют соответствующей политики от регулятора, даже несмотря на последствия стихийного бедствия. Кроме того, конец августа ознаменовался двухдневной конференцией ФРБ Чикаго, на которой выступил Алан Гринспен. Суть выступления председателя ФРС свелась к тому, что повышение ставки «взвешенными» темпами будет продолжаться. В этой связи Гринспен предостерег инвесторов в Treasuries, согласных в данное время на столь низкие премии на долгом рынке.

Касаясь выступления главы ФРС, следует отметить широкий диапазон затронутых им вопросов: Гринспен осветил деятельность ФРС второй половины двадцатого века, обосновав проводимую им политику. Подобная глобальность напомнила инвесторам об еще одном приближающемся риске, значение которого в ближайшее время, скорее всего, усилится. Нынешний глава ФРС, будет вынужден покинуть свой пост в конце января 2006 года, в связи с чем возникает закономерный вопрос: кто придет на смену Гринспену, и как в связи с этим изменится политика ФРС. Мы видим в этом высокий риск для мировых рынков в целом, и для рынка Treasuries в частности, что подтолкнуло нас на написание обзора «К уходу Гринспена: скамейка запасных», в котором мы попытались выделить наиболее вероятные кандидатуры, и, основываясь на их предыдущем опыте, представить возможные действия на посту главы Центробанка. Несомненно, диапазон возможных сценариев весьма широк: от понижения ставки до более агрессивного ее повышения. В то же время, мы особо акцентируем внимание на том факте, что, даже в случае, если у руля ФРС встанет поклонник низких ставок, доминирующим фактором в данном вопросе будет оставаться макроэкономическая ситуация. На наш взгляд, текущие темпы экономического роста и ситуация на рынке энергоносителей может негативно сказаться на низких инфляционных ожиданиях, что позволит рассуждать лишь о каких-то временных замедлениях повышения ставки.

Что же касается нашего прогноза динамики ставки, то определенные опасения относительно перспектив американской экономики присутствуют и в наших рассуждениях, поэтому мы сохраняем свой прогноз относительно ставки к концу года на уровне 3.75-4%, предполагающий 1-2 паузы уже в этом году. При этом мы считаем, что наиболее вероятным на данный момент является одна пауза, что определит ставку на уровне 4%. В то же время, мы скептически относимся к рассуждениям части инвесторов о возможности понижения ставки, ожидая, что после вероятных пауз ФРС может продолжить ужесточение монетарной политики.

Однако, если взглянуть на кривую доходностей Treasuries, то даже в случае реализации благоприятного варианта (3.75%) адекватность текущих уровней видится нам весьма сомнительной. Что же позволило доходностям после достижения локальных максимумов в начале месяца вернуться к столь низким уровням? Очевидно, ралли конца августа обусловлено синергетическим эффектом слабых макроданных и прошедшего урагана, заметно повысившего для инвесторов градус неопределенности относительно перспектив экономики. В связи с этим, эмоциональный настрой участников рынка привел к возникновению неадекватной картины не только на длинном участке кривой, о котором стоит поговорить отдельно, но и в коротких бумагах. На наш взгляд, по мере устранения последствий стихии инвесторы переосмыслят негативный эффект произошедшего в сторону более мягкого восприятия. Осознание, того, что пока говорить о снижении ставки, а, по всей видимости, часть инвесторов уже находится в предвкушении этого процесса, преждевременно должно сформировать повышательный тренд в доходностях коротких бумаг. В связи с этим мы сохраняем прогноз к концу года доходностей 2-летних бумаг на уровне 4.25-4.5%.

Что же касается продолжающегося снижения долгосрочных ставок на фоне роста краткосрочных, то действительно, на протяжении последних месяцев мы ощущаем покупательскую активность в длинных бумагах, несмотря на все прогнозы по дальнейшему повышению ставки, что говорит о готовности инвесторов к столь малым премиям. При этом слабые данные воспринимаются инвесторами с высокой долей оптимизма, в то время как сильные цифры порой остаются проигнорированными рынком. Этому факту приводилось достаточное количество объяснений: низкие инфляционные ожидания, высокий уровень сбережений на развивающихся рынках, в частности азиатских, что вызывает их переток на американский рынок.

Поставив под сомнение первый аргумент, в очередной раз хотелось бы остановиться на техническом факторе поддержки рынка со стороны иностранных покупателей. В начале августа были опубликованы данные об уровне покупок нерезидентами американских активов. Несмотря на общее превышение опубликованной цифры над ожиданиями, более детальное изучение отчета показывает, что уровень чистых покупок Treasuries оказался на минимальном с сентября 2003 года уровне \$ 7.9 млрд. Основными продавцами стали Япония и Карибы, на которых зарегистрировано большое количество фондов. При этом, согласно отчету, возросли покупки корпоративных бондов, тем самым, отражая тягу инвесторов к более доходным активам на фоне неоправданно низких доходностей казначейских бумаг. Еще одним фактором, способным ударить по рынку казначейских бумаг, может стать рост бюджетного дефицита в связи с прошедшим ураганом. Президент Буш уже обратился к сенату с просьбой выделить \$52 млрд. на устранение последствий Катрин, что в определенной степени может способствовать росту предложения на рынке.

Тем не менее, принимая во внимание факторы, продолжающие оказывать поддержку длинным Treasuries, в том числе и возникшую неуверенность инвесторов в будущее американской экономики после сильнейшего урагана, мы, по-прежнему считая, что рост доходностей имеет все шансы возобновиться, понижаем наш прогноз роста доходностей 10-летних бумаг до 4.5-4.75%.

Итак, наши рассуждения приводят нас к сохранению прогноза по ставке на уровне 3.75-4% и доходностей 2-летних бумаг к концу года на уровне 4.25-4.5%. В то же время, мы понижаем прогноз доходностей 10-летних Treasuries до 4.5-4.75%.

Еврооблигации России

Атмосфера на рынке базовых активов благоволила росту развивающихся рынков. При этом определяющим фактором оставался рынок энергоносителей, что помогло странам-экспортерам нефти показать динамику «лучше рынка». Так, притом, что рост развивающихся рынков, согласно индексу EMBIG оказался на уровне 23% годовых, рост Венесуэлы составил 42% годовых. Российские бумаги не стали исключением и продолжали пользоваться повышенным спросом со стороны участников рынка: гипотетический портфель на базе индекса EMBIG Russia мог принести инвесторам около 37% годовых.

Россия-30 установила очередной исторический максимум 115% от номинала, что позволило зафиксировать спрэд к 10-летним Treasuries на уровне 113 б.п. И так, очередная вершина (напомним мы считали целевым уровнем 120 б.п.) оказалась покоренной, и на данный момент мы считаем, что процесс сужения исчерпал свой потенциал. Мы в прошлом году, впервые проведя сравнение российского сегмента с остальными развивающимися рынками, определили, что основным ориентиром для российских бумаг, несмотря на достаточно большой разрыв в спрэде, должна стать не общепринятая Мексика, а ЮАР, и развитие событий за этот период времени утвердили наше мнение. Сейчас отрицательная разность спрэдов между Россией и Мексикой, составляет 37 б.п., продолжая увеличиваться. В свою очередь, разница в спрэдах России и ЮАР сокращается, и сейчас составляет 18 б.п. Россия-30 торгуется на уровне близкой по дюрации ЮАР-17, притом что суверенные рейтинги ЮАР находятся на уровне BBB+/Baa1/BBB+ (рейтинги России - BBB-/Baa3/BBB).

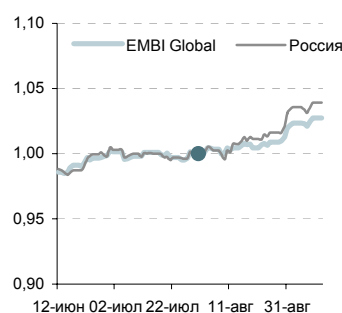
Вместе с тем, мы отмечаем тот факт, что долгосрочные перспективы рынка выглядят позитивно, что объясняется, в первую очередь, ожиданиями повышения рейтинга, которые имеют под собой реальную основу. Moody's поместило рейтинг России на пересмотр с возможным повышением, что означает приближающуюся реализацию ожиданий, зародившихся на рынке еще весной и создавших позитивную ауру российскому сегменту. Однако, несмотря на наблюдавшийся бурный рост на фоне ожиданий, само повышение может стать сигналом к новой волне спроса на российский долг, силу которой определит «щедрость» агентства. Сейчас активно муссируется идея того, что Moody's возможно повысит рейтинг сразу на две ступени, однако мы все же считаем подобное развитие событий маловероятным, и более вероятным мы видим сценарий, при котором рейтинг будет поднят на одну ступень с позитивным прогнозом, что, возможно, как раз и станет акселератором роста, в то время как рейтинг Baa2 со стабильным прогнозом может стать поводом для фиксации прибыли. Пока же само помещение рейтинга на пересмотр является скорее фактором поддержки рынка на фоне неоднозначного поведения базовых активов, нежели фактором, способным существенно изменить расстановку сил.

По сравнению с суверенными бумагами отдельные корпоративные выпуски в прошедшем месяце росли опережающими темпами. В целом об августе можно смело говорить как о месяце телекомов. Портфель на основе бумаг, относящихся к телекоммуникационному сектору, показал рост на уровне 48% годовых. Столь сильный рост объясняется как общими настроениями, так и сильными результатами деятельности компаний, отраженными в опубликованной ими отчетности. Выручка Вымпелкома во втором квартале выросла по сравнению с первым на 20% до \$769.7 млн., OIBDA увеличилась на 29% – до \$395.5 млн., а чистая прибыль выросла на 45% и составила \$158.8 млн. В результате, рентабельность по OIBDA выросла с 47.8% до 51.4%, ARPU вырос на 7% до \$7.8, при этом долг оказался равным OIBDA, что свидетельствует о снижении долговой нагрузки. Результаты МТС оказались не столь впечатляющие, несмотря на рост чистой прибыли во втором квартале на 30.7% до \$303.9 млн. и показателя OIBDA на 21.4% – до \$651.6 млн. OIBDA margin выросла лишь на 1.9% - с 50.8% до 52.7%. При этом особо стоит отметить сильно снизившийся до \$9.3 (-17%) APRU. Однако при этом МТС продолжает оставаться первым сотовым оператором с абонентской базой 44 млн. против 36 млн. у Вымпелкома.

Сильные показатели второй по величине сотовой компании заслужили оценку не только со стороны инвесторов, но и со стороны рейтинговых агентств: S&P повысила рейтинг компании до BB, установив при этом прогноз «позитивный», кроме этого Вымпелком имеет рейтинг B1 от Moody's. Рейтинги МТС находятся на сопоставимом уровне: Baa3 – от Moody's и BB- от S&P. Однако, несмотря на это, рынок продолжает оценивать бумаги Вымпелкома значительно хуже МТС: спрэд между МТС-08 и Вымпелкомом-09 находится на уровне 100 б.п., Вымпелкомом-10 и МТС-10 на уровне 50 б.п., Вымпелкомом-11 и МТС-12 – 45 б.п. Разница в спрэдах объясняется продолжающимся противостоянием акционеров второй сотовой компании России. Однако мы считаем, что текущие спрэды являются завышенными (наш справедливая оценка на уровне 25-35 б.п.), особенно это касается Вымпелкома-09, поэтому мы продолжаем рекомендовать бонды Вымпелкома к покупке.

А безоговорочным лидером месяца стали бумаги Северстали-14, которые принесли инвесторам total return в размере 86% годовых, при этом доходность выпуска снизилась с 8.62% до 7.55%. Мы, вновь включив бумагу в список рекомендаций, считаем, что бумага продолжит пользоваться спросом у инвесторов, поскольку остается одним из наиболее

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	1,9%	281	5
Argentina	0,2%	439	26
Brazil	1,6%	409	12
Bulgaria	1,1%	90	19
Chile	1,7%	55	-1
China	1,7%	65	9
Columbia	2,7%	307	-9
Ecuador	3,4%	727	-8
Hungary	1,3%	58	12
Malaysia	1,6%	83	5
Mexico	2,2%	165	0
Morocco	0,8%	128	-6
Nigeria	0,7%	430	82
Peru	2,2%	223	5
Philippines	2,2%	433	5
Poland	2,0%	51	6
Russia	3,1%	129	-9
South Africa	1,9%	93	-3
Turkey	0,2%	293	25
Ukraine	1,1%	174	0
Uruguay	2,1%	376	10
Venezuela	3,5%	419	-11

Источник: J.P. Morgan

доходных инструментов в российском сегменте. Мы полагаем, что бумаги Северстали заслуживает более благодушных оценок со стороны рейтинговых агентств, что косвенно подтверждается пресс-релизом Fitch, в котором оно отметило, что ожидает укрепления позиций металлургических компаний и улучшения их кредитоспособности.

Мы также продолжаем считать интересными для инвестирования бумаги Синека-15, которые, несмотря на снижение доходности до 7%, на наш взгляд, сохраняют потенциал сужения спреда к суверенной кривой.

Что касается предстоящих выпусков, то нам представляется интересным участие в размещении CLN Нижнесергинского метизно-металлургического завода объемом \$100 млн. и планируемой доходностью 10-10.25%. НСММЗ контролирует 11.6% рынка стальной проволоки, 9% рынка катанки, 6,5% рынка метизов, 4,5% проката для строительной отрасли. Подразделение по переработке лома занимает второе место по объемам производства (5,2% рынка лома черных металлов). Несмотря на слабые операционные показатели 2003 года, компания смогла значительно их улучшить в 2004, получив, согласно отчетности по МСФО, выручку объемом \$215 млн., при этом EBITDA выросла до \$44 млн., рентабельность по EBITDA составила 21%. Наиболее уязвимым местом компании остается достаточно высокая долговая нагрузка: с учетом привлекаемого займа соотношение долга к EBITDA находится на уровне 5.24, что объясняется как традиционно высокими для отрасли показателями, так и тем, что компания в данное время занимается модернизацией производства, что требует привлечения дополнительных кредитов. В целом, общая оценка финансового состояния по методике Банка Зенит на уровне 1.4 говорит нам об умеренном риске инвестирования, при этом выпуск несет высокую премию к бумагам металлургического сектора (400 б.п. к ММК-08, 420 б.п. к Евразхолдингу-06). Вследствие вероятно низкой ликвидности инструмента на вторичных торгах, мы рекомендуем участвовать в первичном размещении.

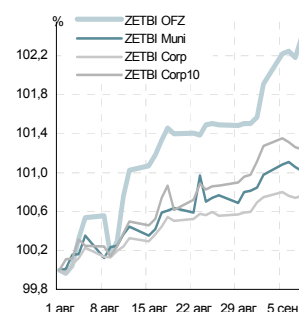
Итак, прошедший месяц привел нас к реализации наших целей по российскому спреду на уровне 120 б.п., и дальнейшую позитивную динамику мы связываем с повышением рейтинга Moody's. Учитывая лояльность агентства к России, мы считаем вполне вероятным повышение рейтинга на одну ступень с присвоением позитивного прогноза. В корпоративном секторе мы считаем, что бумаги Вымплекома, Северстали-14 и Синека сохраняют потенциал роста, и поэтому сохраняем рекомендацию по их покупке. Кроме того, мы рекомендуем участвовать в первичном размещении НСММЗ, которое состоится в ближайшее время.

Рынок рублевых облигаций

Лето на рынке рублевого долга выдалось жарким. В первые два летних месяца спрос на бумаги, подкрепляемый избыточной рублевой ликвидностью большинства участников, не ослабевал, вопреки ожиданиям традиционного «летнего затишья». Однако позитивная конъюнктура начала лета оказалась лишь прелюдией к тому, что ждало рынок в августе, когда высокий спрос дополнился острым дефицитом новых выпусков на первичном сегменте, очередным повышением суверенного рейтинга, укреплением рубля на валютном рынке и ростом котировок российских евробондов. В сложившихся «сверхблагополучных» условиях рост котировок перерос в полномасштабное ценовое ралли, затронувшее все без исключения сегменты рынка. Причем главным локомотивом роста стали госбумаги, до этого не отличавшиеся особой ликвидностью: доходности длинных выпусков ОФЗ в течение августа – первой декады сентября упали на 93 б.п. (серия 46014) – 154 б.п. (серия 46018).

В итоге с начала августа длинные госбумаги принесли инвесторам самый высокий по рынку совокупный доход в размере 55.7% - 130.4% годовых, обеспечив рост ценового индекса ZETBI OFZ на 2.53%. В других сегментах рынка результаты были немного скромнее: индексы ZETBI Corp и ZETBI Muni прибавили в весе 0.82% и 1.2%, ZETBI Corp 10 подорожал на 1.38%. Причем если в субфедеральных бумагах в число наиболее доходных бумаг попала ликвидная Москва-39, принеся инвесторам доходность за период больше 50% годовых, то в корпоративном сегменте основной доход принесли выпуски второго – третьего эшелона, довольно активно сужавшие спреды к голубым фишкам: Пятерочка, ЦТК-4, НКНХ-4, ЧТПЗ, Вагонмаш, Ижмаш, Адамант.

Динамика ценовых индексов ZETBI в августе-сентябре



Источник: Банк ЗЕНИТ

Государственные облигации - лидеры по доходности с начала августа:		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, %
SU46018RMFS6	13,70	130,38
SU46017RMFS8	9,38	88,64
SU46014RMFS5	6,41	55,69
SU26198RMFS0	4,59	45,29
SU46002RMFS0	3,94	32,76
SU25057RMFS9	2,99	27,74
SU27026RMFS2	2,91	26,79
SU45002RMFS1	2,87	24,98
SU46003RMFS8	2,88	24,29
SU25058RMFS7	2,45	22,83

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Субфедеральные облигации - лидеры по доходности с начала августа:		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, %
ЛенОбл-2об	8,28	64,03
ЛенОбл-3об	8,14	62,49
Якут-06 об	6,27	55,81
МГор39-об	5,72	50,79
КОМИ 6в об	6,32	49,67
ВоронежОб2	5,76	48,34
ВолгогрОбл	5,43	47,02
Чувашия-04	4,95	40,65
КОМИ 7в об	4,52	40,20
Белгор2003	4,87	39,93

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные облигации - лидеры по доходности с начала августа:		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, %
НижЛенинв	6,66	61,78
ПятерочкаФ	6,62	56,89
Вагонмаш 1	5,57	51,42
ЦентрТел-4	6,22	48,52
НКНХ-04 об	4,77	42,29
Ижмаш 02	4,34	39,99
АдамантФ1об	4,29	39,32
ЧТПЗ 01об	4,11	38,02
МКШВ-01	4,03	36,35
АИЖК 4об	3,97	36,07

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

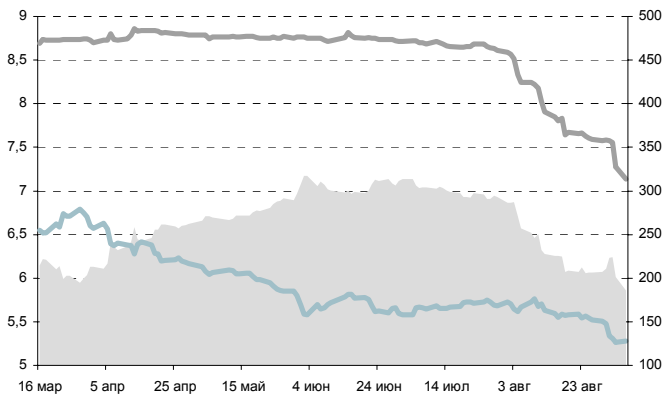
В целом, сложившаяся к настоящему времени ситуация на рынке рублевого долга оставляет двойственные ощущения. С одной стороны, взрывной характер последнего ценового ралли подталкивает к мысли о том, что рынок уже в значительной степени перегрет, и дальнейшее снижение доходности длинных ОФЗ вряд ли возможно. В пользу этого довода, на первый взгляд, свидетельствует динамика спреда между госбумагами и евробондами, доходность которых, скорректированная на величину премии за валютный риск, выступает естественным ограничением снизу для доходности ОФЗ.

Для сравнения мы выбрали самый длинный выпуск 46018 и близкую по дюрации Россию-30. На момент появления рублевой бумаги на рынке в марте 2005 года спред доходности двух выпусков составлял около 200 б.п. Весной и летом текущего года уровень годовых девальвационных ожиданий, исходя из динамики форвардов на рубль/доллар и спот-курса доллара, практически не менялся, колеблясь около уровня 1%, тогда как спред длинных ОФЗ и евробондов заметно расширился за счет опережающего падения доходности последних. Между тем, в августе – сентябре ажиотаж в длинных ОФЗ полностью устранил имевшее место расширение спреда, вернув его на весенние уровни.

В то же время, при более пристальном рассмотрении довольно сложно найти веские причины, которые могли бы воспрепятствовать дальнейшему сужению премии рублевой суверенной кривой к валютной. Во-первых, еще год назад этот спред был заметно уже: в сентябре 2004-го он в среднем составлял 150 б.п. Во-вторых, необходимо учитывать очевидную смену тактики Минфина на рынке. Если раньше (в том числе и весной текущего года) доходности по госбумагам довольно жестко удерживались на одном уровне через механизм доразмещений, то в августе регулятор, похоже, решил остаться в стороне, позволив доходностям падать, а основным участникам рынка неплохо на этом заработать.

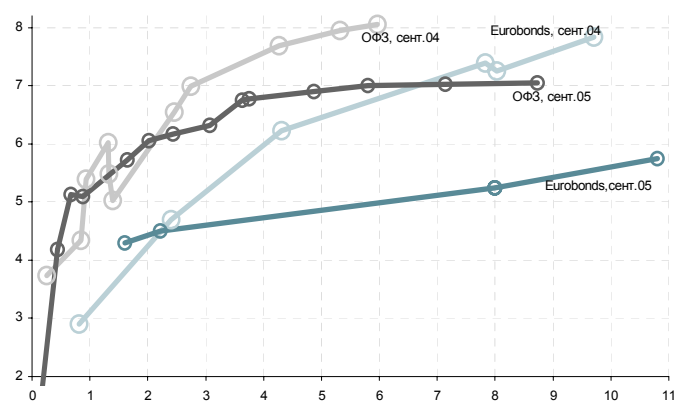
Рано или поздно Минфин, очевидно, снова подключится к игре – вопрос на каком уровне. При этом, возможностей для регулирования рынка через предложение новых выпусков остается не так уж и много. Объем запланированных до конца года доразмещений, включая аукцион на следующей неделе, составляет 46 млрд. рублей. Объем погашения и купонных выплат – 36.4 млрд. рублей. Учитывая, что с начала года общий объем предложения на рынке ОФЗ уже достиг 115 млрд., а обозначенный в плане Минфина объем эмиссии на весь 2005 год составляет 168 млрд., возможный объем доразмещений сверх намеченных до конца года аукционов составляет $168 - 115 - 45 = 8$ млрд. рублей. Итого чистый объем эмиссии ОФЗ за вычетом погашений и купонов в сентябре – декабре может составить порядка 18 млрд. рублей. Цифра, не позволяющая говорить о существенном перевесе предложения и потенциальном негативном эффекте на рынок, особенно если сравнить с ожидаемыми объемами размещения в негосударственном сегменте.

Спрэд ОФЗ 46018 и России 30



Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

Кривые доходности ОФЗ и еврооблигаций, сентябрь 2005 и сентябрь 2004:



Источник: Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

В корпоративных и субфедеральных выпусках основные события до конца года, похоже, будут происходить на первичном рынке, который уже в этом месяце поставит новый рекорд. Суммарный объем предложения в негосударственном сегменте на вторую половину сентября (если к уже назначенным выпускам примкнут ВТБ и Сибирьтелеком, ранее заявлявшие о желании разместиться в сентябре) может составить 49.25 млрд. рублей: почти на 10 млрд. больше предыдущего максимума в декабре 2004 года. Всего до конца года объем предложения может составить порядка 145 млрд. рублей. Волна новых выпусков, которая захлестнет рынок до конца года, по всей видимости, с лихвой удовлетворит любой спрос и может существенно ограничить ликвидность в корпоративных бумагах, на долю которых приходится большая часть предложения.

Исключением из правила, вероятно, станут московские выпуски. Судя по последним заявлениям представителей Москомзайма, ближайшее размещение 43-ей серии может стать последним в этом году, хотя ранее предполагалось, что осенью – зимой будет также размещаться длинный 15-летний выпуск. Таким образом, по сравнению с корпоративными голубыми фишками, в московских бумагах, похоже, формируется дефицит предложения, в особенности на дальнем отрезке кривой доходности. Учитывая расширенные спрэды длинной Москвы к ОФЗ по сравнению с весной-летом текущего года и сохраняющуюся вероятность продолжения роста в длинных госбумагах, последний факт создает неплохой потенциал снижения доходности длинных московских серий.

Таким образом, пока большинство факторов говорят в пользу того, что осенью на рынке рублевого долга сохранится благоприятная конъюнктура – хотя в корпоративном сегменте она, вероятно, в большей степени будет прослеживаться на первичном рынке в виде высокого спроса на аукционах и отсутствия премии в доходности при размещениях.

В то же время, инвесторам не стоит списывать со счетов потенциальные риски со стороны внешних факторов, которые еще могут проявить себя до конца года. В частности, укрепляющийся курс рубля, определяющий высокую привлекательность рублевого долга для нерезидентов, по-прежнему зависит от динамики FOREX, где падение доллара к мировым валютам подогревается опасениями по поводу степени влияния на американскую экономику последствий недавнего природного катаклизма. В то же время, подобные опасения могут оказаться лишь временным «техническим» фактором, тогда как фундаментально дифференциал процентных ставок по-прежнему говорит в пользу роста американской валюты.

На этом фоне адекватной стратегией на ближайший месяц может стать диверсификация между длинными ликвидными выпусками, из которых лучше всего выглядят длинные серии Москвы, имеющие дополнительный потенциал в лице расширенного спреда к ОФЗ, и корпоративными/субфедеральными бумагами второго-третьего эшелонов, некоторые из которых по-прежнему имеют потенциал сужения спрэдов к голубым фишкам.

Первичные выпуски в сентябре:

Дата	Выпуск	Объем, млн.руб.
14/09/05	Москва-43	5 000
14/09/05	Финанс Банк	2 500
14/09/05	Иркутская область	1 500
15/09/05	Русский Стандарт	5 000
15/09/05	Самарская область	2 000
15/09/05	МПБК Очаково	1 500
21/09/05	Русал	6 000
22/09/05	ХКФ Банк	3 000
22/09/05	ИРКУТ	3 250
22/09/05	ТК Финанс	1 000
сентябрь	КАМАЗ	1 500
сентябрь	Сибирьтелеком	2 000
сентябрь-октябрь	Внешторгбанк	15 000
Итого		49 250

Источник: Sbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

В частности, мы выделяем выпуски САНОС-2, Атоваза, Главмосстроя, Адамант Финанс, Группы ЛСР, а также выпуск Ярославской области-2, недооцененный относительно облигаций ЯрОбл4 с точки зрения спреда к московской кривой. Кроме того, на среднем отрезке дюрации довольно привлекательно смотрятся облигации Группы Мидлэнд (11.46% годовых к погашению по последней котировке на продажу), основным поручителем по которым выступает Волгоградский металлургический завод «Красный Октябрь» с объемом продаж за полугодие порядка 4.7 млрд. рублей. Несмотря на не очень высокое кредитное качество (оценка рейтинга по нашей методике – 1.13, «умеренный риск»), бумага выглядит недооцененной относительно других выпусков металлургической отрасли, в частности, таких как Свободный Сокол-2, Инпром, Тулачермет-2.

Прошедшие размещения

Среди летних месяцев август, пожалуй, оказался самым спокойным на первичном рынке. В течение месяца было размещено всего 5 корпоративных выпусков на общую сумму 9 млрд. руб. В тоже время инвесторы демонстрировали довольно высокую активность, которая подогревалась избыточной рублевой ликвидностью. Можно сказать, что каждое новое размещение проходило «на ура». Ажиотажный спрос на новые выпуски обеспечил благоприятные условия для эмитентов: по итогам аукциона ставка купона была, как правило, близка к нижней границе диапазона, на который ориентировали организаторы, а порой и того ниже.

Первым аукционом месяца стало состоявшееся 4 августа размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Национальная Лесоиндустриальная компания» (См. предыдущий ежемесячный мониторинг)

9 августа на ММВБ состоялся аукцион по размещению второго выпуска облигаций Московского ипотечного агентства объемом 1 млрд. руб. На конкурсе по размещению спрос почти вдвое превысил предложение: было подано 57 заявок на общую сумму 1.916 млрд. руб., содержащих ставку купона от 8% до 11.5%.

Весь выпуск был размещен 16 сделками, ставка купона на первые полтора года обращения была установлена в размере 9.5% годовых, что соответствует доходности к полуторагодовой оферте 9.84% годовых.

Организатором данного выпуска выступила ФК Уралсиб, в состав синдиката по размещению также вошли ФК Мегатрастойл, Банк Москвы, Банк Национальный Стандарт, Промышленно-Строительный Банк, ИК РФЦ.

Самым масштабным размещением месяца по праву можно назвать аукцион по шестому выпуску облигаций Газпрома. Учитывая общее рыночное настроение, переспрос на облигации был очевиден, однако его объемы превзошли ожидания: при предложении в 5 млрд. руб. спрос составил 12.12 млрд. руб., то есть был выше в 2.42 раза.

В аукционе приняли участие 59 инвесторов, выставившие 158 заявок, в которых ставка первого купона распределилась в диапазоне от 6% до 8% годовых. При этом более 48% поданных заявок на сумму 5.8 млрд. руб., содержали ставку на уровне 6.8% - 7.0% годовых. В результате торгов ставка купона была установлена на уровне 6.95% годовых, что соответствует доходности к погашению через 4 года 7.07 % годовых.

Таким образом, компании удалось привлечь средства неожиданно дешево, ниже уровня доходности близких по дюрации облигаций Москвы-41 (7.47% годовых на 11.08.2005 г.) и практически на уровне ОФЗ, чему в значительной мере способствовала высокая активность иностранных банков, которые на аукционе при размещении приобрели около 42% выпуска (2.1 млрд. руб.).

Наряду с организаторами ИГ «Ренессанс Капитал» и Росбанком, в состав синдиката вошли ИК Горизонт, Объединенная финансовая группа, Вэб-инвест Банк, Дрезднер банк, Международный Московский Банк, Банк Москвы, ИБ «Траст» и Ханты-Мансийский банк.

23 августа состоялся выход на долговой рынок строительной корпорации Миракс Групп, которая первой среди строительных компаний опубликовала свою draft-отчетность по GAAP, аудируемую KPMG.

На аукционе по размещению спрос превысил предложение почти в 2.5 раза. В 221 заявке на 2.498 млрд. руб., поданной инвесторами ставка купона была обозначена на уровне 9.0% - 14.5% годовых. По итогам конкурса эмитент принял решение об установлении ставки первого купона на уровне 12.5% годовых, определив эффективную доходность к годовой оферте на уровне 12.89% годовых. Выпуск был размещен полностью.

Организаторами выпуска стали Банк ЗЕНИТ и Банк Москвы, в роли ведущего менеджера выступила Планета Капитал. Был сформирован довольно многочисленный синдикат по размещению, в который вошли Вэб-инвест Банк, НРБанк, АКБ Образование, БАНК Союз,

НЛК

Размещение: 4 августа 2005 г.
Объем: 500 млн. руб.
Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)
Купон: полугодовой, 1-2 купоны – 11.9% годовых
Доходность к погашению (оферте): - (12.26% годовых)
Организатор: ИК Атон

МИА-2

Размещение: 9 августа 2005 г.
Объем: 1 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)
Купон: ежеквартальный, ставка 1-6 купонов – 9.5% годовых, остальные определяет эмитент
Доходность к погашению (оферте): - (9.84%)
Организатор: ФК Уралсиб

Газпром-6

Размещение: 11 августа 2005 г.
Объем: 5 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 4 года
Купон: полугодовой, ставка на весь срок обращения – 6.95% годовых
Доходность к погашению (оферте): 7.07%
Организаторы: Ренессанс Капитал, Росбанк

Миракс Групп

Размещение: 23 августа 2005 г.
Объем: 1 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)
Купон: полугодовой, ставка 1,2 купоны – 12.5% годовых, 3,4 купоны – 11.5% годовых, 5,6 купоны – 10.5% годовых
Доходность к погашению (оферте): - (12.89%)
Организаторы: Банк ЗЕНИТ, Банк Москвы

КБ Транспортный, ФК Уралсиб, КБ Экспобанк, Промышленно-строительный банк, Алемар, ИК Атлантика, ИК Регион, РНКБ, РФЦ, Сибкадембанк.

Под занавес лета, 30 августа, инвесторам был предложен выпуск трехлетних облигаций крупнейшего нефтетрейдера Удмуртии, ОАО «Удмуртнефтепродукт», объемом 1.5 млрд. руб.

Данное размещение не стало исключением из общего правила: спрос на аукционе превысил предложение более чем на треть.

В заявках, поданных инвесторами, процентная ставка колебалась в пределах 8.5% – 12.3% годовых. Выпуск был размещен полностью в ходе 62 сделок, ставка купона была установлена в размере 9.5% годовых, что определило доходность к оферте через 15 мес. на уровне 9.79% годовых. Это несколько ниже наших ожиданий, учитывая достаточно низкое кредитное качество эмитента, мы оценивали справедливую доходность данного выпуска на уровне 10% – 10.5% годовых.

В состав синдиката по размещению наряду с организатором, Альфа-Банком, вошли АКБ Ак Барс, Внешторгбанк, Конверсбанк, ФК Уралсиб, Банк Петрокоммерц, ИК Регион, Банк Спурт, Транскредитбанк.

6 сентября первым в корпоративном сегменте стартовал Финансконтракт, размещение облигаций которого ожидалось еще летом.

Спрос со стороны инвесторов при размещении на 48.9% превысил предложение, всего было подано 103 заявки на сумму 1.042 млрд. руб., содержащих ставку первого купона в диапазоне от 10% до 14% годовых. Весь выпуск был размещен полностью 79 сделками. По итогам аукциона ставка купона на весь период обращения была установлена в размере 11.7% годовых. Эффективная доходность к оферте через год и к погашению через 2 года составила 12.22% годовых. Мы прогнозировали, что справедливая доходность данного выпуска попадет в интервал 12.3% - 12.5% годовых.

Организаторами данного выпуска выступал МКБ Евразия-Центр, статус совместного организатора получила ФК Уралсиб. Кроме того в состав синдиката вошли Вэб-Инвест Банк в статусе со-организатора, Банк Ак Барс, ИК Русс-Инвест, Русский Международный Банк, Экспобанк, получившие статус со-андеррайтеров.

7 сентября эстафету поддержал Медведь-Финанс, представивший инвесторам свой дебютный выпуск на сумму 750 млн. руб. сроком на 5 лет с ежегодной офертой в течение всего срока обращения.

Спрос на аукционе составил 845.9 млн. руб., превысив предложение на 12.7%. Всего инвесторами была подана 81 заявка на участие, содержащая ставку купона до первой оферты в интервале от 12.5% до 14.28% годовых. В результате торгов выпуск был размещен полностью, ставка купона определена в размере 14% годовых, что соответствует доходности к первой оферте в сентябре 2006 г. 14.75% годовых.

В состав синдиката по размещению наряду с организатором, ВБРР, вошли ФК Уралсиб, ИК РФЦ, Экспобанк, ИК Русс-Инвест.

Удмуртнефтепродукт

Размещение: 30 августа 2005 г
Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год 3 мес.)

Купон: 1 купон полугодовой, остальные ежеквартальные, ставка 1-4 купонов – 9.5% годовых, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): - (9.79%)

Организатор: Альфа-Банк

Финансконтракт

Размещение: 6 сентября 2005 г
Объем: 700 млн. руб.

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

Купон: ежеквартальный, ставка купона на весь срок обращения – 11.7% годовых

Доходность к погашению, к оферте – 12.22%

Организатор: МКБ Евразия-Центр

Медведь-Финанс

Размещение: 7 сентября 2005 г
Объем: 750 млн. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет (1 год, 2 года, 3 года, 4 года)

Купон: ежеквартальный, ставка 1-4 купонов – 14% годовых, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (первой оферте): - (14.75%)

Организатор: ВБРР

Предстоящие размещения

Анонс предстоящих размещений сентября обещает небывалое оживление предложения. По предварительным оценкам, общий объем выпусков, представленных инвесторам, без учета субфедеральных и ОФЗ, составит более 27 млрд. руб. При этом мы отмечаем высокую активность в банковском секторе: из 9 ожидаемых выпусков 3 банковских на общую сумму 10.5 млрд. руб. Дату размещения уже озвучили Финансбанк, Русский Стандарт и ХКФ Банк. В случае, если ВТБ примет решение размещать первый из двух запланированных выпусков также в сентябре, будет установлен новый исторический максимум предложения в корпоративном сегменте – почти 42 млрд. руб. До этого лидерство принадлежало декабрю 2004 г., когда эмитентами было размещено облигаций на 33.7 млрд. руб.

В первые семь дней сентября уже состоялись два размещения на 1.45 млрд. руб. (См. раздел. «Прошедшие размещения»). Вместе с тем по-настоящему «жаркой» будет вторая половина месяца, начиная с 14 сентября инвесторы получают достаточно большие возможности для выбора подходящего объекта вложения свободных средств в потоке новых выпусков.

14 сентября должен состояться аукцион по размещению облигаций ООО «Финанс Интернэшнл Инвест», SPV Финансбанка, на сумму 2.5 млрд. руб. сроком на 2 года с офертой через 1 год.

В настоящее время на рынке уже представлен один выпуск Финансбанка на 1 млрд. руб., эффективная доходность которого к погашению в декабре текущего года составляет 9.25% годовых (на 09.09.2005 г.).

Первый выпуск Финансбанка характеризуется крайне низкой ликвидностью. Возможно, это обусловлено активным участием иностранных инвесторов в размещении облигаций банка со 100% иностранным капиталом, входящего в FIBA Group of Companies, за которого поручился Finansbank (Holland) NV – европейское подразделение турецкого Finansbank A.S.

Второй выпуск вполне может повторить историю первого и «осесть» в портфелях нерезидентов. В связи с этим, учитывая премию за низкую ликвидность, мы оцениваем справедливый спред облигаций Финанс Интернэшнл Инвест к кривой Москвы на уровне 375 – 425 б.п., что соответствует доходности к годовой оферте в диапазоне 9.25% - 9.75% годовых.

15 сентября планирует разместить свой пятый выпуск на сумму 5 млрд. руб. Банк Русский Стандарт. Статус одного из крупнейших российских банков и положительная кредитная история, которую эмитент сформировал за время своего присутствия на публичном рынке, позволяют предположить, что данное размещение вызовет высокий интерес у инвесторов, и спрос будет превышать предложение в разы.

По состоянию на 1 июля 2005 г. сумма чистых активов Русского Стандарта достигла 53.8 млрд. руб., превысив показатель первого полугодия 2004 г. в 2.4 раза, а собственный капитал вырос в 1.68 раза до 8.7 млрд. руб. Чистая прибыль за полугодие превысила 2.46 млрд. руб. (+24.7% к аналогичному показателю 2004 г.)

Улучшение финансовых результатов по итогам первого полугодия обусловило пересмотр международными агентствами рейтинга Русского Стандарта: S&P повысило свою оценку до «В+», Moody's повысило свою оценку до «Вa2».

Ориентиром по доходности данного выпуска станут уже обращающиеся на рынке бумаги Русского Стандарта. В настоящее время торгуются три выпуска на общую сумму 6 млрд. руб. Ближайшими по дюрации к новому выпуску являются бумаги Русский Стандарт-2, доходность которых к погашению в июне 2006 г. на 09.09.2005 составляет 8%. Таким образом, с учетом премии за более длинную дюрацию, мы полагаем, что справедливая доходность нового выпуска к оферте через полтора года должна находиться в пределах 8.5% - 8.75% годовых. Вместе с тем, мы полагаем, что благоприятная конъюнктура позволит эмитенту разместиться под более низкую ставку на уровне 8% - 8.5%.

Также 15 сентября на рынок публичного долга возвращается ЗАО «МПБК «Очаково». Реорганизация дистрибьюторской сети и строительство нового завода в Тюмени, проектная стоимость которого оценивается на уровне 50 млн. долл., требуют дополнительных финансовых ресурсов. В связи с чем, опираясь на положительную кредитную историю (первый двухлетний займ на 500 млн. руб. был своевременно погашен в апреле текущего года), компания не преминула возможностью предложить инвесторам новый займ. Теперь Очаково предполагает занять на рынке 1.5 млрд. руб. сроком на 3 года. Оферты по данно-

Финанс Интернэшнл Инвест-2

Размещение: 14 сентября 2005 г.

Объем: 2.5 млрд. руб.

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

Купон: полугодовой, ставка 1-2 купона устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом.

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Дойчебанк, Объединенная Финансовая Группа

Русский Стандарт-5

Размещение: 15 сентября 2005 г.

Объем: 5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет, (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка купона до оферты устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом.

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организаторы: Газпромбанк, ING Bank

Очаково-2

Размещение: 15 сентября 2005 г.

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения: 3 года

Купон: полугодовой, ставка купона на весь период обра-

му выпуску не предусмотрено, однако будет применен механизм амортизации выпуска: 30% облигаций будет погашено в дату выплаты четвертого купона, 30% - в дату шестого купона и оставшиеся 40% при погашении.

В качестве одного из главных рисков эмитента мы выделяем его крайне низкую прозрачность. Эмитент не раскрывает сведения о консолидированных результатах своей деятельности, что существенно осложняет оценку его финансового состояния.

В настоящее время Группа Очаково наряду с головной компанией, ЗАО МПБК Очаково, объединяет в своем составе функционирующие в статусе филиалов заводы в Пензе и Краснодаре, ООО «Бахус», специализирующееся на производстве слабоалкогольной и алкогольной продукции, а также тарировании (розливе) производимого материнской компанией пива, ООО «Надежда», координирующее около 11% сбыта продукции материнской компании и 98% продаж ООО «Бахус», а также ряд других активов. В связи с этим значительные масштабы внутригрупповых оборотов, включенные в отчетность по РСБУ, искажают реальные финансовые результаты. Так, объем продаж, отраженный в отчетности МПБК Очаково за 6 мес. 2005 г. составил немногим больше 3.15 млрд. руб., а EBITDA была около 400 млн. руб., рентабельность по EBITDA – 13%. Общая сумма долга с начала 2005 г. выросла с 4.39 млрд. руб. до 5.03 млрд. руб., то есть 39% активов было сформировано за счет заемных средств. При этом покрытие финансовых обязательств EBITDA составляет менее 17%.

В то же время совокупный оборот Группы за первые 6 месяцев 2005 г., по данным компании, приведенным в инвестиционном меморандуме, составил более 5.9 млрд. руб., а EBITDA за отчетный период оценивалась в размере 1.1 млрд. руб., что позволяет говорить о рентабельности по EBITDA на уровне 18.6%. Также в масштабах Группы менее обременительной выглядит и долговая нагрузка: общая сумма внешней финансовой задолженности составила 4.67 млрд. руб., что позволяет говорить о покрытии долга годовой EBITDA на уровне около 40% и отнести эмитента к группе умеренного риска.

Противостояние экспансии иностранных концернов, которые являются неоспоримыми лидерами пивного рынка, требуют от эмитента активных действий по развитию бизнеса. Одним из шагов в решении данной задачи стала концентрация эмитента в самых динамичных сегментах пивного рынка (экономичном, премиальном и лицензионном), что в настоящее время обеспечивает компании сохранение 5% рыночной доли.

Перспективы развития пивного направления эмитент во многом связывает с запуском во второй половине 2006 г. мощностей завода в Тюмени мощностью 12 млн. дал пива в год. Вместе с тем, на наш взгляд, эффект от выхода на рынок Западной Сибири, который к тому времени благодаря активности в регионе лидеров рынка приблизится к точке насыщения, вряд ли будет сопоставим с ожиданиями.

В качестве приоритетного направления компанией выделено развитие собственной сырьевой базы для поддержания масштабов производства пива. Ввод в действие второй солодовни в Белгороде мощностью 100 тыс. тонн солода в год позволит полностью удовлетворять потребности заводов Группы, а также обеспечит Очаково контроль над 15% российского рынка солода.

Вместе с тем, более устойчивые позиции у Очаково на других товарных рынках, где оперирует компания. Так, на рынке слабоалкогольных коктейлей, она занимает второе место и контролирует около 16% российского рынка, а «главным козырем» эмитента в настоящее время является производство кваса. Очаково является неоспоримым лидером в данном сегменте: на Московском рынке контролирует более 60% рынка, в Пензе – 55%, а в Краснодаре – более 96%. Развитие данных направлений в некоторой степени компенсирует сокращение оборота от реализации пива. Если в первой половине 2004 г. слабоалкогольные и безалкогольные напитки обеспечивали около 33% выручки, то по итогам 6 месяцев текущего года их доля возросла до 36%.

Для поддержания текущих рыночных позиций эмитент осуществляет реорганизацию дистрибьюторской сети, направленную на повышение уровня известности торговой марки и представленности полного спектра продукции компании в торговых точках, как в Москве, так и в регионах. Проводимые мероприятия будут полностью завершены в 2006 г., что, по прогнозам эмитента, обеспечит динамичный рост продаж.

Сравнивая Очаково с другими представителями пивной отрасли, облигации которых торгуются на рынке, в качестве ориентира по доходности можно рассматривать выпуск Балтики, характеризующийся самой большой дюрацией среди отраслевых аналогов, доходность которого по состоянию на 09 сентября составляла 7.88%. Принимая во внимание кредитное качество эмитента, его непрозрачность и существующие операционные риски, а также необходимость премии за более длинную дюрацию, мы оцениваем справедливую доходность второго выпуска Очаково к погашению на уровне 10% - 10.5% годовых.

ния устанавливается на аукционе.

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Погашение: 30% в дату выплаты 4 купона, 30% в дату выплаты 6 купона, 40% - в дату погашения

Организатор: Райффайзенбанк, Банк Преодоление

На 21 сентября должен состояться аукцион по размещению облигаций ООО «РУСАЛ-Финанс», SPV Группы компаний «РУСАЛ», в объеме 6 млрд. руб.

Группа РУСАЛ входит в тройку мировых лидеров алюминиевой отрасли и обеспечивает около 10% мирового и более 75% российского производства первичного алюминия. В своей структуре РУСАЛ объединяет более 20 промышленных предприятий, расположенных как в России, так и за ее пределами и осуществляющих полный производственный цикл: от добычи и переработки сырья до производства первичного металла, полуфабрикатов и продукции высокого передела.

По итогам первого полугодия 2005 г., по данным компании, оборот РУСАЛа составил около 3 млрд. долл., увеличившись более чем на 14% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года. Этому, главным образом, способствовало увеличение в общем объеме продаж доли литейной продукции, а также рост цен на алюминий на Лондонской бирже металлов в первом квартале 2005 г.

Существующие отраслевые риски компания стремится нивелировать, развивая собственную сырьевую базу и наращивая долю литейной продукции, характеризующейся более высокой добавленной стоимостью в общем объеме производства.

Главным финансовым риском эмитента, на наш взгляд, является его крайне низкая прозрачность. Отсутствие доступной консолидированной отчетности по GAAP не позволяет получить адекватную оценку текущего финансового состояния эмитента.

Первые два выпуска компании на сумму 8 млрд. руб. еще находятся в обращении, однако в ближайшие дни (12 сентября) ожидается погашение РУСАЛа-1. В связи с этим качестве ориентира мы рассматриваем РУСАЛ-2, доходность которого на 09.09.2005 г. составляла 7.73% к погашению в мае 2007 г.

Принимая во внимание, что спред данного выпуска к кривой Москвы составляет порядка 150-180 б. п., мы полагаем, что в доходности РУСАЛ-3 премия к близкой по дюрации Москве-36 на уровне 150-175 б. п. будет вполне адекватной. Таким образом, с учетом премии за первичное размещение справедливая доходность облигаций РУСАЛ-3 будет уровне 8% - 8.5% к погашению.

22 сентября ожидается размещение облигаций Хоум Кредит энд Финанс Банк. Эмитент также не является новичком на рынке облигаций. В этот раз он планирует занять 3 млрд. руб. на 5 лет с офертой через полтора года.

В настоящее время в обращении находятся два выпуска облигаций ХКФ Банка на общую сумму 4.5 млрд. руб. При оценке доходности третьего выпуска мы обращаем внимание на текущую доходность предыдущих. Так, облигации ХКФ Банк-2 с дюрацией около 240 дней торгуется под 8.01% годовых (на 09.09.2005 г.)

Вместе с тем, мы обращаем внимание на то, что поскольку размещение происходит «по следам» Русского Стандарта, целесообразнее позиционировать новый выпуск ХКФ Банка именно к Русскому Стандарту-5.

При схожих отраслевых рисках (потребительское кредитование также является приоритетным направлением ХКФ Банка), рейтинги эмитента ниже: «В-» от S&P и «Ba3» от Moody's. Мы полагаем, что премия на уровне 75 б. п. к Русскому Стандарту-5 является вполне адекватной за разницу в кредитном качестве. Таким образом, мы ожидаем, что справедливая доходность третьего выпуска ХКФ Банка к полуторагодовой оферте будет находиться в интервале 8.75% - 9.25% годовых.

На вторую половину сентября запланировано размещение второго выпуска облигаций ООО «КАМАЗ-Финанс» объемом 1.5 млрд. руб. Срок до погашения выпуска составляет 5 лет, с офертой через 3 года.

Последние несколько лет КАМАЗ удерживает лидерские позиции на российском рынке грузовых автомобилей: доля компании в сегменте тяжелых грузовиков (массой 14 тонн) составляет порядка 35.8%. При этом, в 2004 году компания вышла на новый для себя сегмент среднетоннажных грузовиков, один из наиболее перспективных с точки зрения потенциального спроса. В перспективе эмитент планирует занять значительную долю сегмента автомобилей повышенной грузоподъемности, для чего реализует проект по созданию семейства грузовиков на базе модели КАМАЗ 6520 (на эти цели пойдет около 80% от размещаемого займа).

Бизнес компании характеризуется высокими темпами роста продаж: в прошлом году консолидированная выручка Группы КАМАЗ выросла на 58%, составив 46.4 млрд. рублей. Объемная инвестиционная программа обуславливает активное использование компанией кредитного плеча: на конец первого полугодия debt ratio по Группе составлял 22%. При этом, невысокие показатели рентабельности (операционная маржа за полугодие – 4.88%

РУСАЛ-3

Размещение: 21 сентября 2005 г.**Объем:** 6 млрд. руб.**Срок до погашения:** 3 года**Купон:** полугодовой, ставка купона на весь срок обращения устанавливается на аукционе.**Доходность к погашению:** определяется на аукционе**Организатор:** Росбанк, Банк Союз, Газпромбанк

ХКФ Банк-3

Размещение: 22 сентября 2005 г.**Объем:** 3 млрд. руб.**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (1.5 года)**Купон:** ежеквартальный, ставка 1-6 купонов устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом**Доходность к погашению (оферте):** - определяется на аукционе**Организаторы:** Внешторгбанк, Райффайзенбанк Австрия,

КАМАЗ

Размещение: сентябрь 2005 г.**Объем:** 1.5 млрд. руб.**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (1.5 года)**Купон:** полугодовой, ставка 1-6 купона устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом.**Доходность к погашению (оферте):** - определяется на аукционе**Организаторы:** Банк ЗЕНИТ, Внешторгбанк, Тройка Диалог

годовых) обуславливают низкий уровень покрытия долга: за счет годовой EBITDA обеспечивается порядка 26% задолженности. В то же время, стоит отметить, что существенная доля задолженности приходится на реструктуризованные до 2011-2012 гг. обязательства перед Минфином и ЕБРР, что снижает риски рефинансирования в среднесрочной перспективе.

Также в конце сентября ОАО «Сибирьтелеком» планирует разместить свой четвертый выпуск на сумму 2 млрд. руб. Срок обращения 5 лет, оферта через 3 года.

Оценка финансового состояния эмитента по итогам 1 полугодия 2005 г. в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ составила 1.55, что позволяет отнести эмитента к группе умеренного риска.

Текущее финансовое состояние Сибирьтелекома характеризуется динамичным ростом операционных показателей: выручка превышает уровень прошлого года на 16.4%, операционная прибыль выросла на 13.6%.

Для финансирования инвестиционной программы по расширению и модернизации сетей связи эмитент активно использует кредитное плечо, что обуславливает усиление долговой нагрузки. С начала 2005 г. общая сумма долга выросла с 8 млрд. до 10 млрд. руб., таким образом, debt ratio на 01.07.2005 г. составил 39%. Вместе с тем, выросшая рентабельность обеспечивает более качественное покрытие долга. Так покрытие суммы обязательств по кредитам и займам (с учетом корректировки на новый займ) годовой EBITDA будет не меньше 40%.

Укрепление финансового положения и положительная кредитная история (в настоящее время в обращении находятся три выпуска компании на общую сумму 6.53 млрд. руб.) позволит компании привлечь необходимые средства на долговом рынке без особых проблем.

Принимая во внимание, что средний спрэд Сибирьтелекома к кривой Москвы составляет около 160 б. п., а также то, что ближайшие по дюрации облигации ОАО «Сибирьтелеком» четвертой серии торгуются на уровне 7.67% годовых к погашению в июле 2007 г. (на 09.09.2005 г.) и закладывая премию за первичное размещение, мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска на уровне 7.75% - 8.25%.

О своем намерении размещать в сентябре первый из объявленных облигационных выпусков объемом по 15 млрд. руб. каждый также заявлял Внешторгбанк. Как уже отмечалось выше, если данное событие состоится, оно будет по праву самым масштабным за всю историю корпоративных размещений.

В настоящее время портфель публичных обязательств ВТБ включает 2 рублевых выпуска 3 и 4 серии на общую сумму 7 млрд. руб. Статус второго по размеру активов среди российских банков (более 516 млрд. руб. на 01.07.2005 г.) обуславливает высокую инвестиционную привлекательность данного выпуска, особенно среди иностранных инвесторов.

Внешторгбанк имеет наивысшие для российских банков рейтинговые оценки международных агентств («BB+» от S&P, «Ваа3» от Moody's и «BBB» от Fitch). Выступая бенчмарком для облигаций других банков, ВТБ торгуется с доходностью близкой к доходности облигаций Москвы. Мы полагаем, что новые выпуски не станут исключением из общего правила, таким образом, ожидаем, что справедливый спрэд к облигациям Москвы будет не более 50 б. п.

Сибирьтелеком-6

Размещение: сентябрь 2005 г.

Объем: 2 млрд. руб.

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

Купон: полугодовой, ставка 1-6 купона устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом

Доходность к погашению (оферте): - определяется на аукционе

Организатор: Связь-банк

ВТБ-5

Размещение: сентябрь 2005 г.

Объем: 15 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 8 лет, дата оферты определяется одновременно с датой размещения

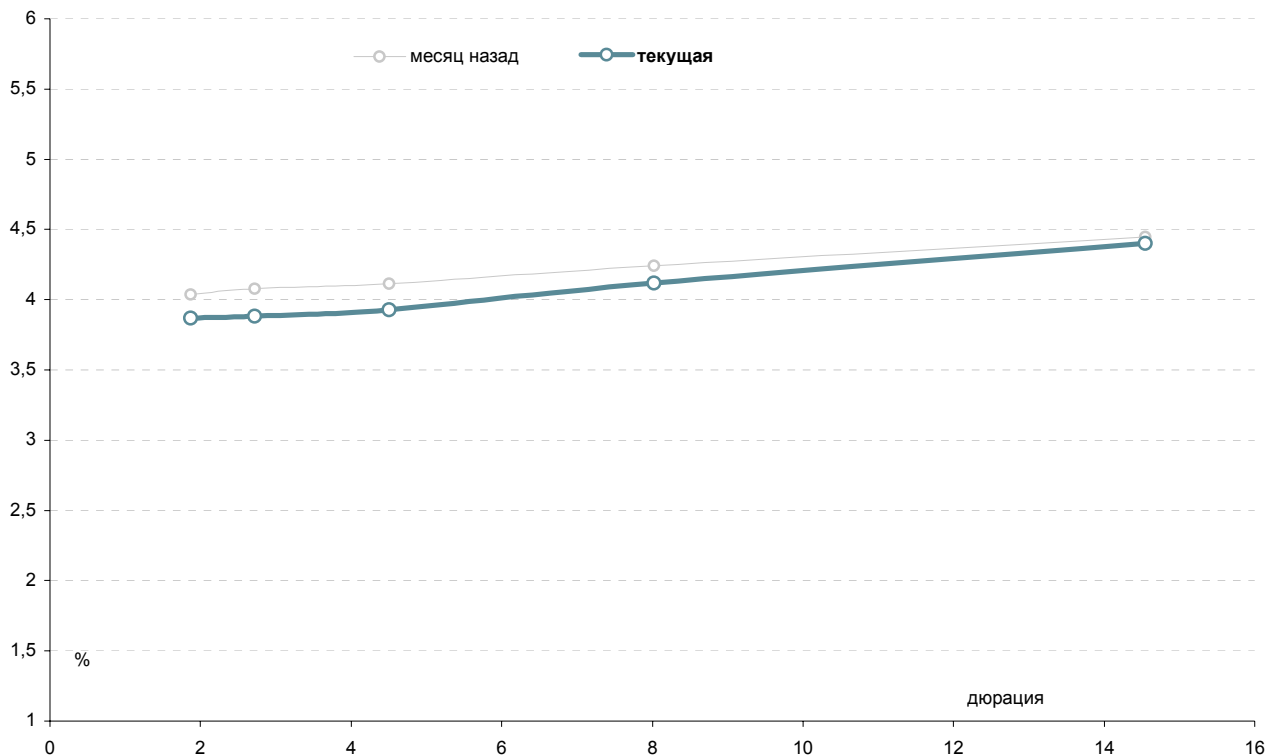
Купон: полугодовой, ставки купона до оферты устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом.

Доходность к погашению (оферте): - определяется на аукционе

Организатор: Внешторгбанк

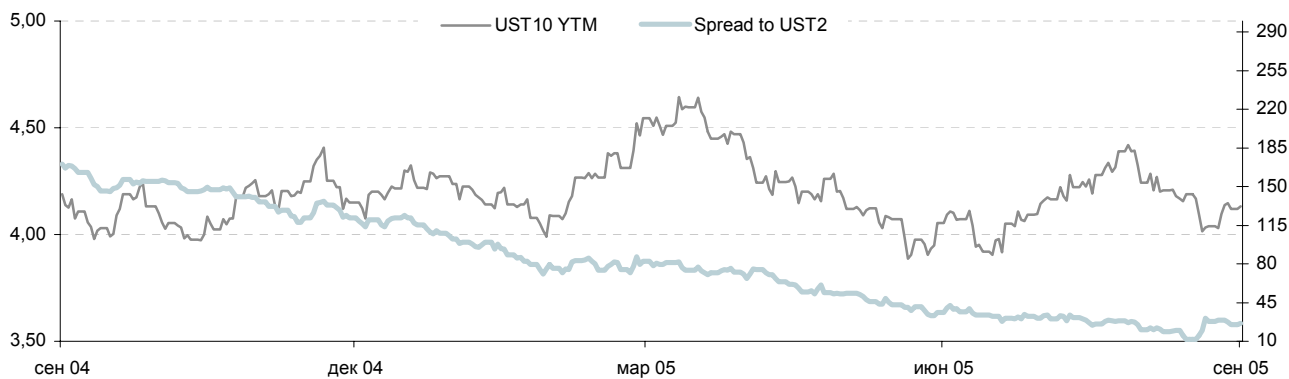
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

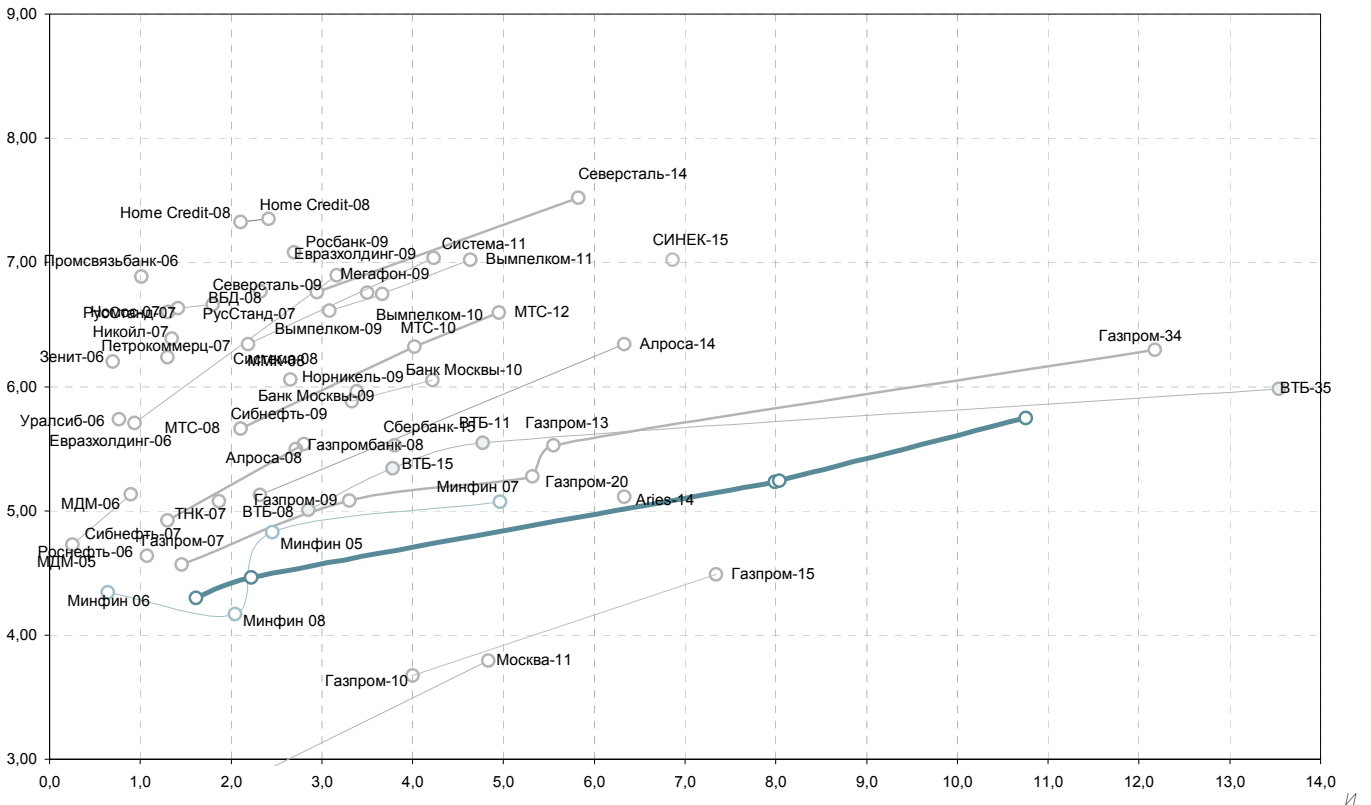
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

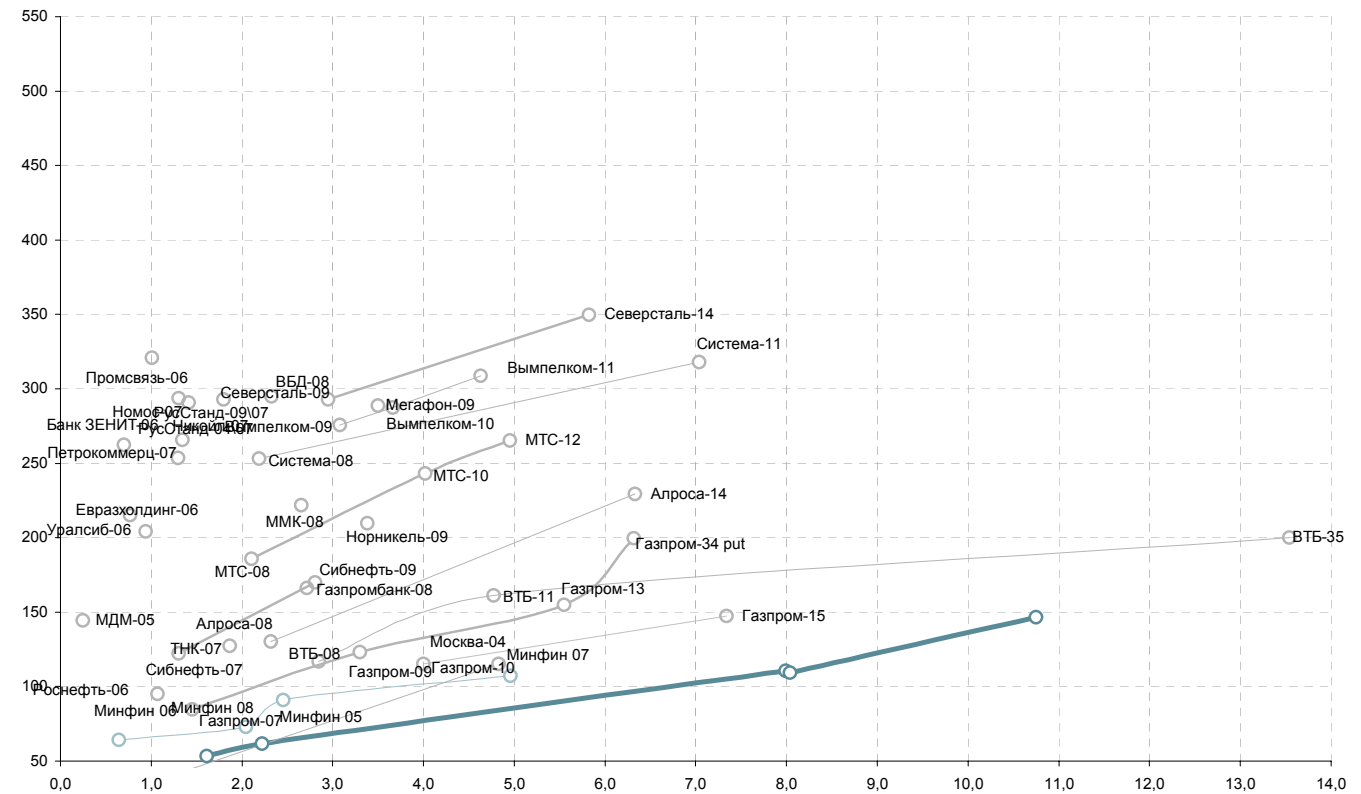
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



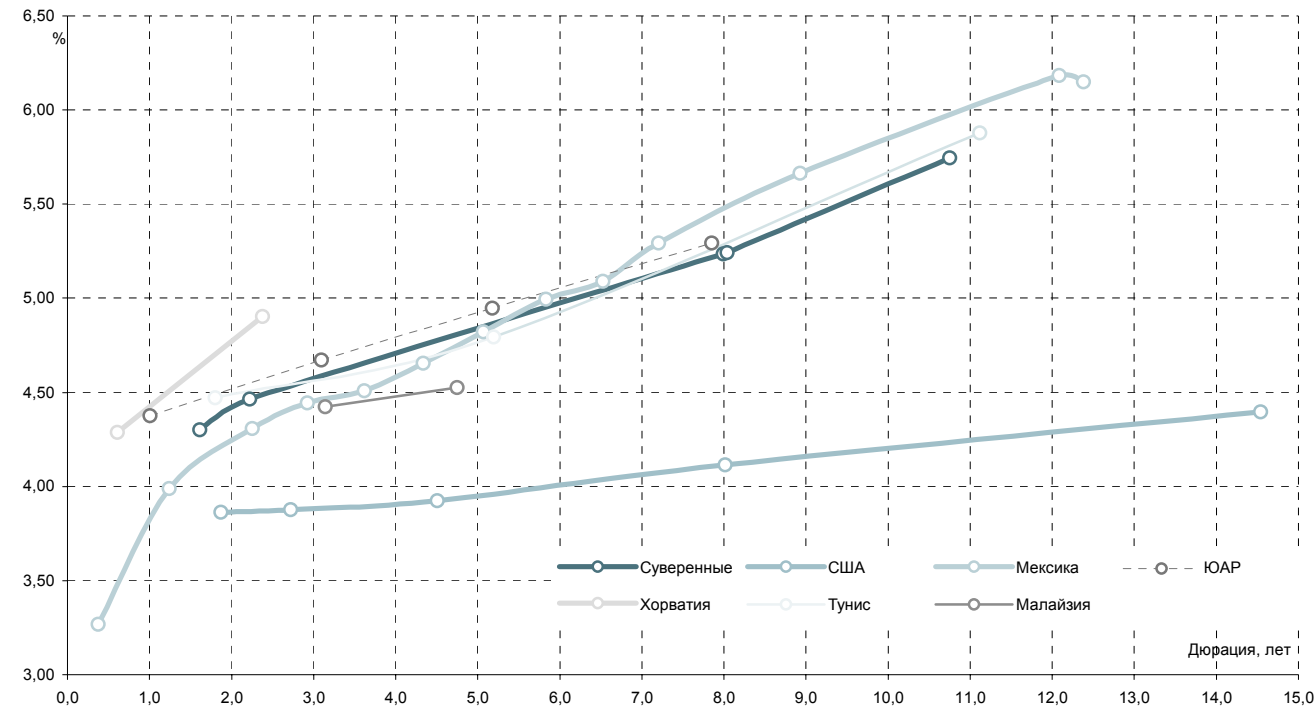
источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

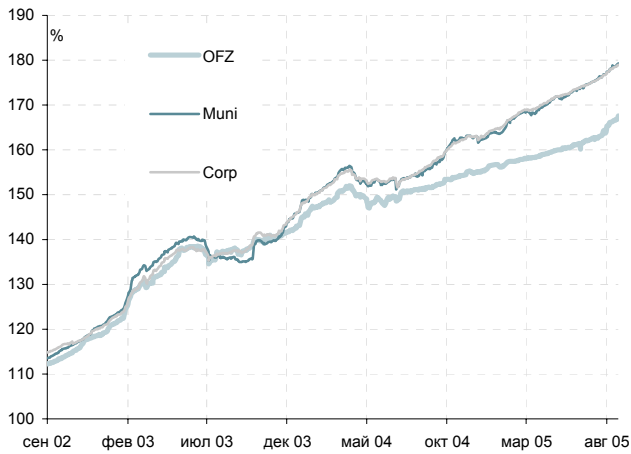
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa3 / ⁺ /BBB-/BBB	109,41	109,66	4,37	1,62	52
Russia-10 \$	3/31/2010	2 820	8,25	Baa3 / ⁺ /BBB-/BBB	108,85	109,12	4,366	2,22	205
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa3 / ⁺ /BBB-/BBB	153,19	153,44	5,245	7,99	108
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa3 / ⁺ /BBB-/BBB	188,02	188,32	5,753	10,75	140
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa3 / ⁺ /BBB-/BBB	115,08	115,23	5,25	8,04	87
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Ba1 / ⁺ /BBB-/BBB	99,08	99,10	4,361	0,65	57
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB-/BBB	97,48	97,60	4,2	2,05	34
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Ba2 / ⁺ /BBB-/BBB	95,47	95,52	4,837	2,46	91
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Ba1 / ⁺ /BBB-/BBB	89,86	89,99	5,088	4,96	107
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Ba2 / ⁺ /BBB-	105,80	105,91	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Ba2 / ⁺ /BBB-	117,65	117,90	3,077	3,40	66
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Ba2 / ⁺ /BBB-	131,97	132,34	5,135	6,33	105
Regional									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa3/BBB-/BBB	105,12	105,22	2,344	0,61	33
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa3/-/BBB	113,78	114,15	3,828	4,83	116
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB-	106,69	106,99	4,661	1,46	83
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB-	119,41	119,81	5,132	3,30	123
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB-/BB+	118,29	118,64	3,709	4,00	117
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB-	124,36	124,76	5,558	5,55	154
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	(P)Baa2	110,35	110,70	4,509	7,34	147
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB-/BBB-	109,63	109,88	6,167	9,09	197
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa2 / ⁺ /BB-/BB / ⁺	130,41	130,66	6,306	12,18	191
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba3/BB-	108,60	108,85	5,012	1,30	120
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba3/BB-	115,40	115,65	5,576	2,80	169
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB/BB+	111,61	111,86	5,137	1,86	127
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa3 / ⁺ /B-	109,02	109,20	4,712	1,07	92
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	108,70	108,95	5,719	2,10	185
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	108,53	108,78	6,352	4,02	242
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	106,94	107,19	6,62	4,95	264
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	B1/BB	110,82	111,07	6,65	3,08	275
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	B1/BB	104,44	104,69	6,78	3,66	287
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	(P)B1/BB	106,37	106,62	7,046	4,63	308
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B2/B+	104,25	104,50	6,789	3,50	288
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	108,90	109,15	6,395	2,19	252
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	107,71	108,08	7,079	4,23	314
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	103,86	104,11	5,999	3,38	210
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	105,16	105,41	6,099	2,65	222
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	105,33	105,63	6,809	2,95	292
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/B+ / ⁺	110,53	110,78	7,541	5,83	348
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	103,92	104,17	6,817	2,32	294
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B	107,06	107,31	5,175	2,32	130
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B	117,14	117,39	6,36	6,33	227
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B3/BB-	102,96	103,11	5,785	0,939	201
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B3/BB-	113,09	113,34	6,931	3,167	303
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,00	-/-	-	-	-	-	-
Amtel-07	6/30/2007	175	9,25	-/-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,70	Ba1/BB	104,51	104,76	7,039	6,866	292
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	5,41	Baa2/BBB	101,39	101,55	4,246	0,12	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	Baa2/BBB-	102,46	102,71	6,408	3,80	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	Baa2/BBB	105,25	105,50	5,051	2,85	117
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	Baa2/BBB	109,69	109,94	5,572	4,77	161
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	Baa2/BBB-	103,51	103,76	6,479	3,78	146
Vneshtorgbank-35	7/2/2035	1 000	6,25	Baa2e/BBB	103,41	103,66	5,993	13,54	160
Gazprombank-05 EUR	10/4/2005	150	9,75	Baa2/B+	100,39	100,40	1,992	0,05	9
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa2/B+	104,71	104,96	5,54	2,71	166
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa2	107,25	107,50	5,919	3,33	202
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa2	105,56	105,81	6,08	4,22	215
MDM-05 \$	12/16/2005	200	10,75	Ba2/B+	101,41	101,47	4,857	0,25	136
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/A- / ⁺ /B+	103,87	104,12	5,255	0,89	141
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B-	101,98	102,16	6,327	0,70	258
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B-/B	102,23	102,43	5,864	0,77	211
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	B1/B	102,99	103,33	6,73	1,30	292
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	B1/B	103,40	103,64	6,326	1,30	252
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	B1/B	103,49	103,71	6,46	1,35	264
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	102,87	103,12	6,715	1,41	289
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	101,65	102,13	6,789	1,80	293

Источник: Bloomberg

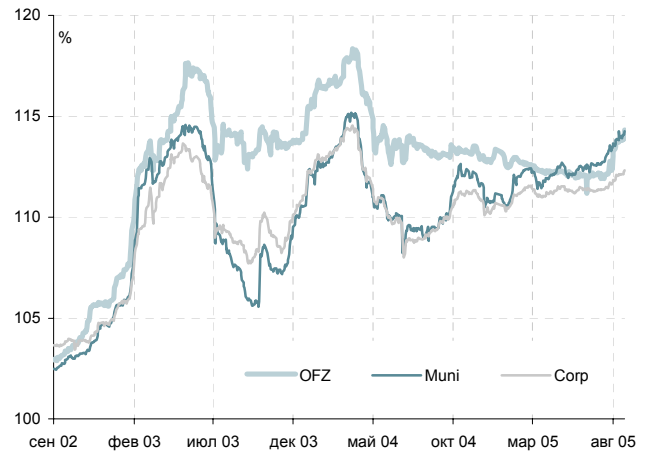
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

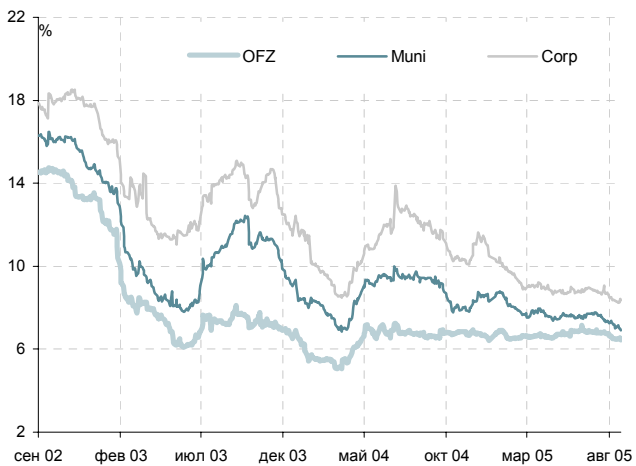
Индекс совокупного дохода



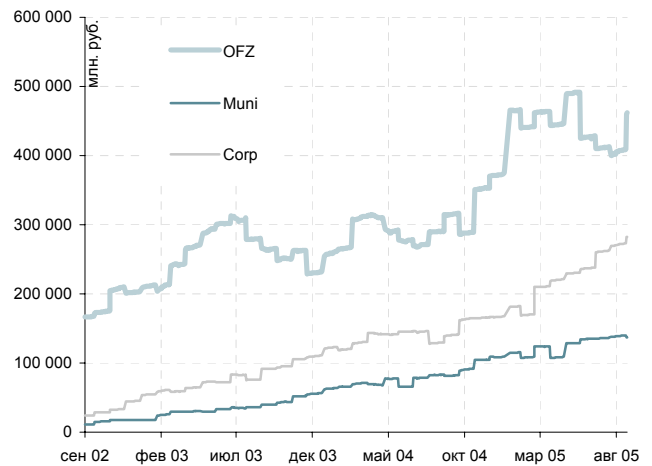
Индекс цен



Динамика доходности



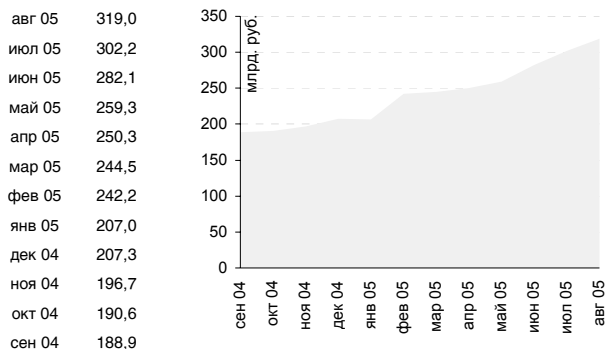
Динамика капитализации



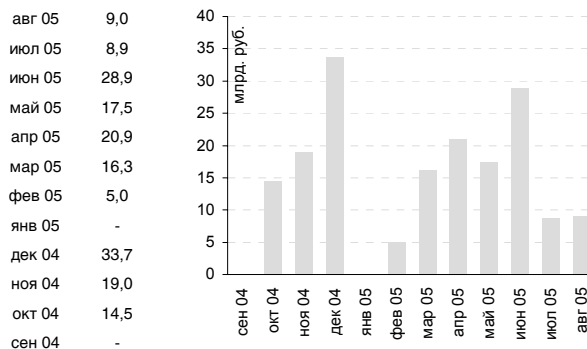
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
 Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

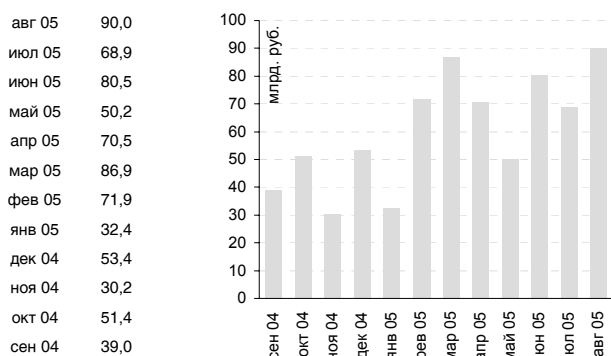
Емкость рынка*



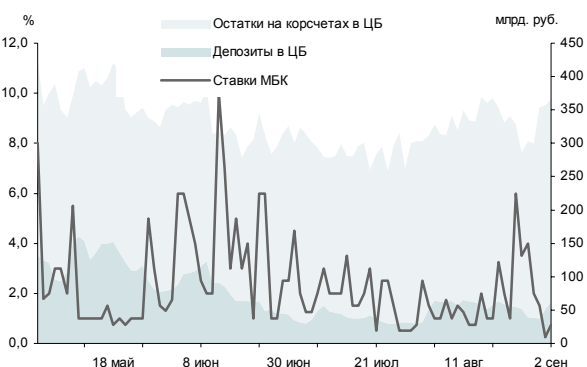
Первичные размещения



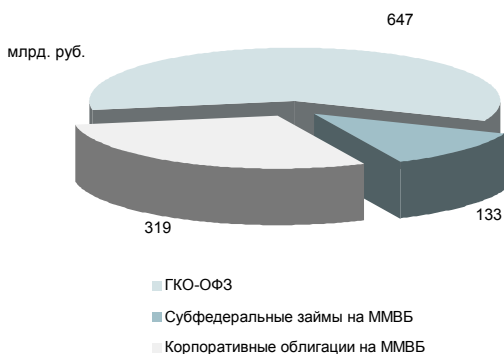
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



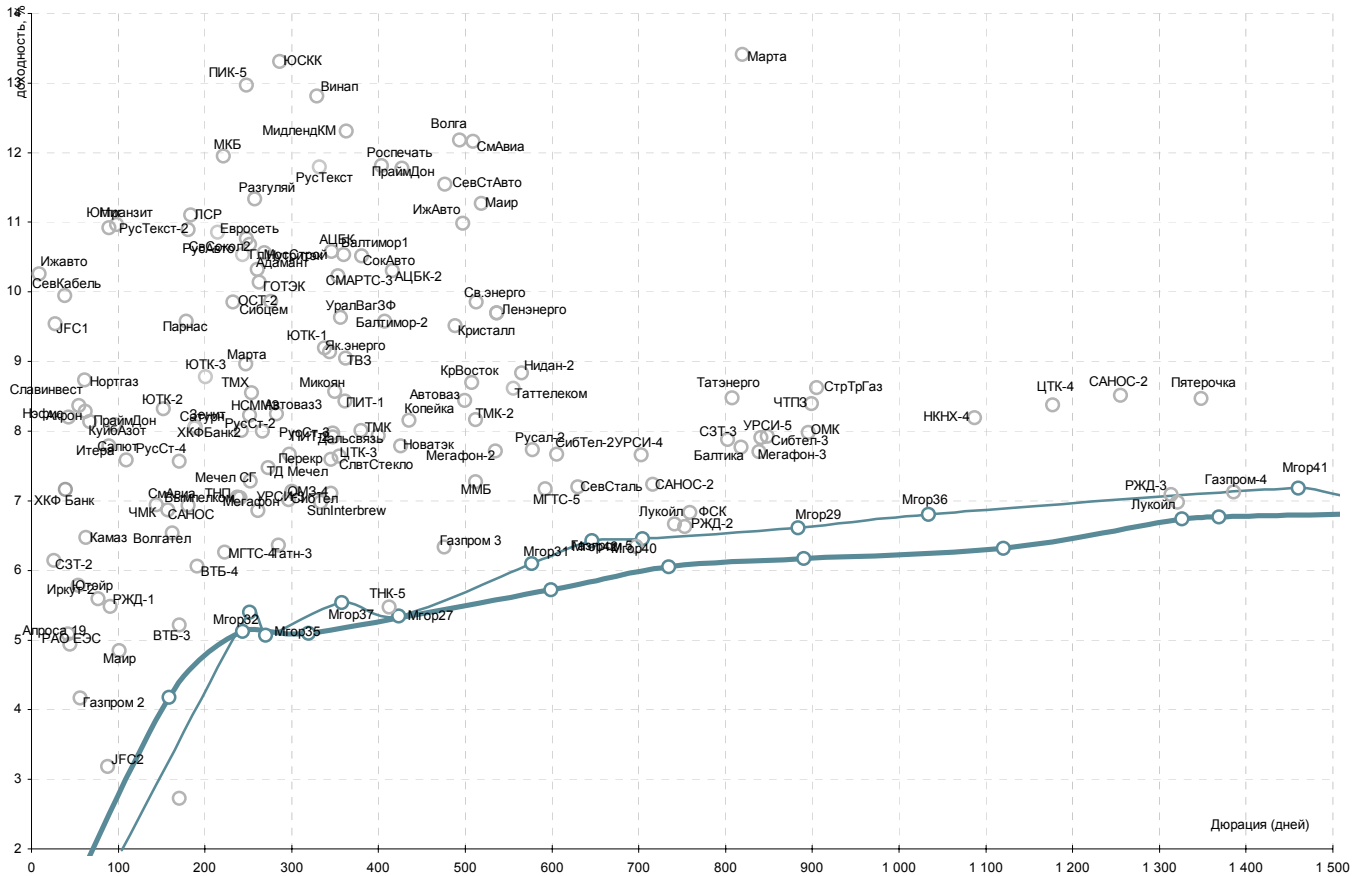
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

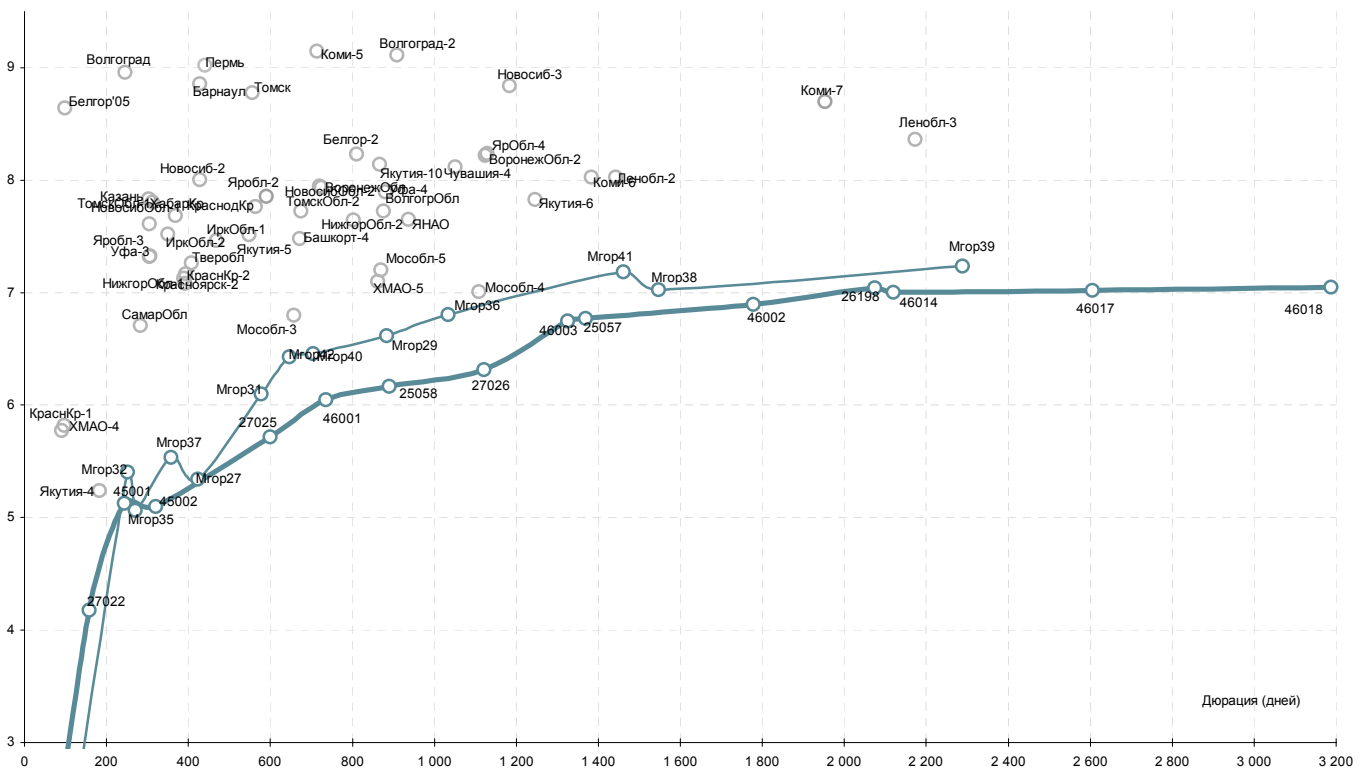
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



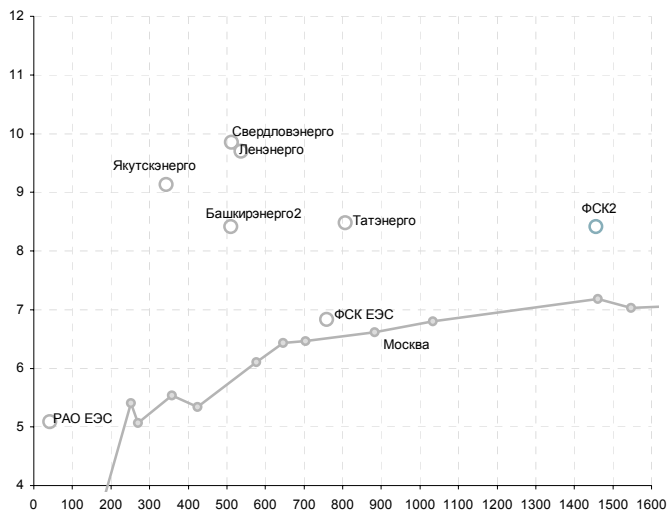
Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций



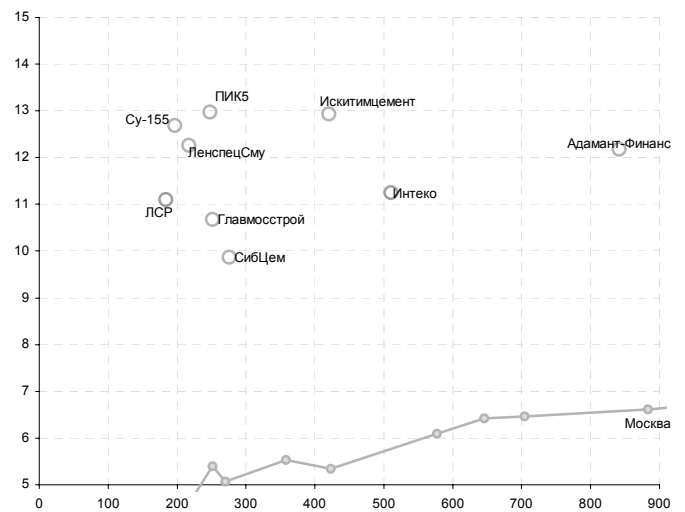
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ



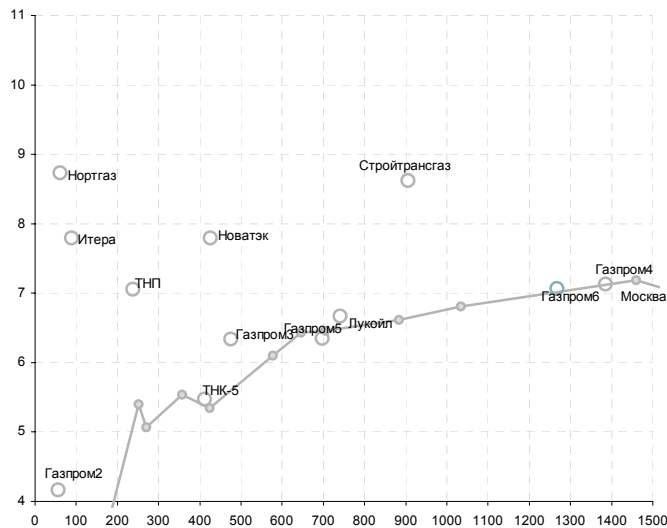
Энергетика



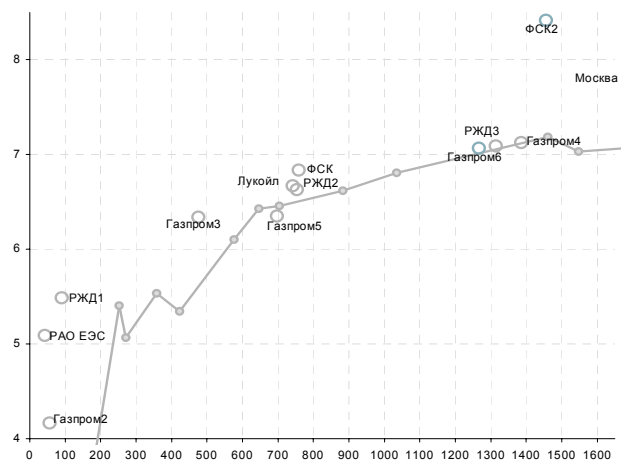
Строительство, стройматериалы



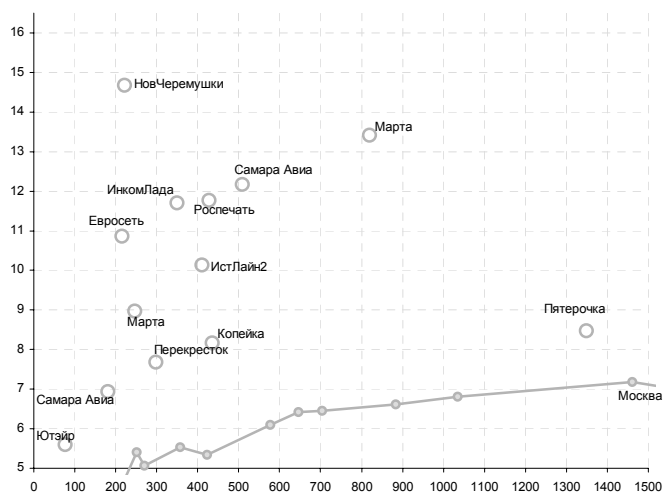
Нефтегазовая отрасль



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

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2003 Банк ЗЕНИТ.