

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

США	2
Еврооблигации России	4
Рынок рублевых облигаций	6
Первичные размещения	8
Приложение	15

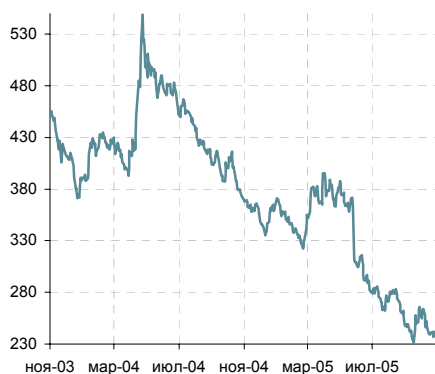
Мы полагаем, что ФРС еще как минимум 2 раза, в декабре текущего и январе следующего года, повысит ставку на 25 б.п., доведя ее тем самым до 4.5%. Бурная реакция инвесторов на факт непрерывного повышения ставки заставляет нас думать о том, что прогноз по коротким бумагам выглядит несколько консервативным, и, вполне возможно, доходность 2-летних бумаг к концу года выйдет за прогнозируемый ранее нами уровень 4.5%, достигнув 4.6%. В то же время, мы сохраняем прогноз по 10-летним Treasuries на уровне 4.75%.

Мы предполагаем, что вторая половина ноября - начало декабря может стать для российского сегмента более удачным по сравнению с прошедшим месяцем периодом. В этой связи наш прогноз по российскому спреду выглядит нейтрально-позитивным: вполне возможно, что спред к концу месяца сможет сузиться до 110 б.п. и закрепиться вблизи этого уровня.

Похоже, что как минимум до конца ноября ситуацию на рынке рублевого долга будет определять вероятное обострение на денежном рынке, которое, скорее всего, сведет к минимуму ликвидность вторичных торгов. Между тем, декабрь в этом плане должен быть более благополучным: дополнительный приток ликвидности обеспечит расходование средств бюджета, накопленных на счетах бюджетополучателей.

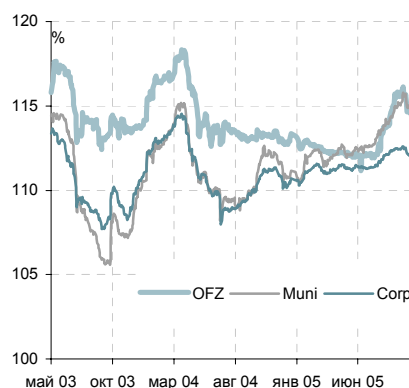
На фоне существующих рисков дальнейшего роста доходностей базовых активов и сохранения текущего тренда на валютном рынке, наиболее безопасным объектом инвестирования до конца года выступают выпуски второго - третьего эшелона средней дюрации, способные выполнить защитную функцию. Кроме того, стоит присмотреться к предстоящим первичным выпускам: участие в размещениях дает возможность получить дополнительную премию в доходности, на которую эмитенты будут вынуждены пойти, чтобы привлечь инвесторов в условиях ограниченной денежной ликвидности.

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

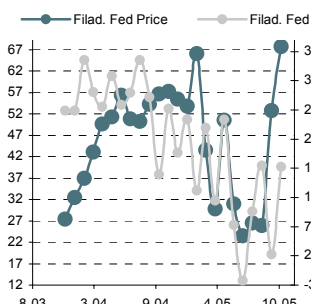
«Ценовая стабильность – это когда у потребителей и производителей не возникает сильных беспокойств относительно инфляции при принятии решений» (Гринспен, 1996). Именно проблема все большего удаления от оной привела к развитию негативных тенденций сентября, в результате чего прошедший месяц ознаменовался обновлением годовых максимумов по доходности: доходность 2-летних бумаг достигала 4.49%, доходность 10-летних – 4.66%.

Основной причиной ускорения инфляции оставался рост цен на энергоносители, являющийся главным последствием напавших на США в сентябре ураганов. Несмотря на то, что рост базовой составляющей индекса потребительских цен в сентябре сохранился на уровне 0.1% (ожидания 0.2%), непосредственно сам индекс вырос на 1.2% (4.7% в годовом выражении). При этом стоит отметить, что потенциал ускорения CPI остается весьма значительным, поскольку индекс цен производителей продолжает расти опережающими темпами (6.9% в годовом выражении), приближающимися к максимумам конца 80-х годов, и корпорации будут вынуждены компенсировать потери на энергоносителях и росте оплаты труда.

В то же время, опасения по поводу сильного замедления экономики пока остаются беспочвенными: ВВП в третьем квартале вырос на 3.8%, в то время как инвесторы ожидали темпов роста на уровне 3.6% (предыдущее значение 3.3%). При этом, инфляционные показатели третьего квартала оказались противоречивыми: ценовая составляющая ВВП выросла на 3.1% (ожидания 2.8%), в то время как базовый ценовой индекс потребительских расходов оказался на минимальном со второго квартала 2003 года значении 1.3%. Однако подобная противоречивость вряд ли снижает инфляционные опасения, а, скорее, оставляет тему ценовой стабильности ключевой.

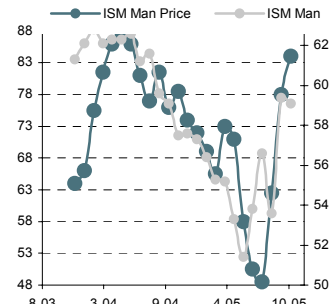
Если говорить об инфляционной подоплеке октября, то, судя по опережающим индексам, накал обстановки не демонстрирует тенденции к снижению: ценовая составляющая индекса деловой активности ФРБ Филадельфии выросла с 52.7 п. до 67.6 п., индекса ISM-Manufacturing – с 78 п. до 84 п. (ожидания 75 п.). При этом сами индексы подтверждают доводы об устойчивости и стабильности экономики США.

Индекс ФРБ Филадельфии и его ценовая составляющая



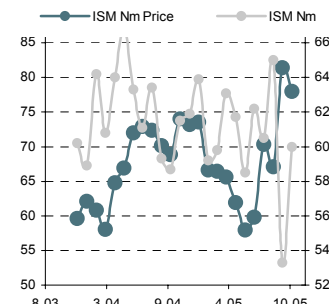
Источник: Bloomberg

Индекс деловой активности в промышленности и его ценовая составляющая



Источник: Bloomberg

Индекс деловой активности в сфере услуг и его ценовая составляющая



Источник: Bloomberg

Продолжает приятно удивлять инвесторов и рынок труда: несмотря на то, что динамика создания рабочих мест в октябре оказалась слабее ожидаемой, уровень безработицы после сентябрьского роста до 5.1% сумел снизиться до 5%.

Оптимистичный макроэкономический фон настроил нас на радужные оценки со стороны ФРС на предпоследнем в этом году заседании. Однако чиновники решили не торопиться с выводами, лишь отметив, что ухудшения в производстве и на рынке труда, на фоне высоких цен на энергоносители, являются временными. При этом к сентябрьским факторам монетарной политики и растущей производительности добавился еще один – восстановление разрушенных территорий, что способно, по мнению ФРС, ускорить рост. В то же время, регулятор вновь выразил беспокойство относительно давления нефтяного рынка на ценовую стабильность, дав тем самым понять, что риски ускорения инфляции преобладают над рисками замедления экономического роста. Главным же итогом заседания стало подтверждение курса на ужесточение монетарной политики «взвешенными» темпами, и ставка в двенадцатый раз подряд была повышена на 25 б.п. до 4%. В целом решение и протокол спокойно были восприняты рынком, однако такая нейтральная реакция не должна вводить в заблуждение. Резко выросшие в сентябре доходности контрактов на ставку ясно давали понять, что инвесторы не будут удивлены, если в текущем году ФРС обойдется без пауз. Превалирующее на рынке мнение о непрерывном продолжении пути к нейтральному уровню совпадает с нашими оценками: мы полагаем, что ФРС еще как минимум 2 раза, в

декабре текущего и январе следующего года, повысит ставку на 25 б.п., доведя ее тем самым до 4.5%.

Одним из обстоятельств, затрудняющих более долгосрочный прогноз, является прекращение полномочий Гринспена как председателя ФРС в январе 2006 года. 24 октября президент Буш анонсировал преемника на освобождающееся место - Бена Бернанке, нынешнего главу Коллегии экономических советников при администрации президента. Эксперты изначально предполагали, что назначение Бернанке на его нынешний пост лишь промежуточная ступень к председательству в ФРС. В августовском обзоре «К уходу Гринспена: скамейка запасных», опираясь на опубликованные работы и взгляды кандидата, нами предварительно делались выводы о мягкости Бернанке по отношению к инфляции, поскольку в свое время он был инициатором дебатов по дефляции и поддерживал решение о снижении процентной ставки до 1%. Он является сторонником политики строгого таргетирования инфляции, что, по мнению его самого и некоторых членов ФРС, может сделать политику Центробанка более понятной и открытой. Кроме того, не стоит забывать о том, что, несмотря на формальную независимость ФРС от администрации, фамилия Бернанке ассоциируется с Бушем, в связи с чем сторонник низких ставок выгоден администрации, решающей проблему высокого бюджетного дефицита. Тем не менее, сразу после объявления уже практически нового председателя ФРС (процедура назначения требует одобрения Конгресса) заявил о том, что намерен продолжать борьбу с инфляционным вирусом, поразившим американскую экономику, вызвав тем самым очередную волну продаж казначейских бумаг. Бернанке, судя по его прошлым высказываниям, считает комфортным инфляционный диапазон 1-2% по базовому PCE, являющемуся основным индикатором для регулятора, и текущий уровень, близкий к верхней границе диапазона должен беспокоить его не меньше остальных членов ФРС. Тем не менее, отмечая данный факт, следует, говоря о стратегии Бернанке, оставлять пространство для сценариев с паузами уже в первом квартале 2006 года (второе в году заседание состоится 28 марта).

Что же касается поведения Treasuries, то фактор повышения ставки доминировал весь октябрь, и инвесторы эмоционально отреагировали на крушение довлевших продолжительное время над рынком ожиданий пауз в текущем году. Бурная реакция участников рынка заставляет нас думать о том, что наш прогноз по коротким бумагам выглядит несколько консервативным, и, вполне возможно, доходность 2-летних бумаг к концу года выйдет за прогнозируемый ранее нами уровень 4.5%, достигнув 4.6%. В то же время, мы считаем, что длинный участок кривой сохранит менее выраженную чувствительность к решениям ФРС, поэтому уровень 4.75% сохраняет для нас актуальность.

Еврооблигации России

Как и для рынка базовых активов, прошедший месяц доставил инвесторам в развивающиеся рынки достаточно разочарований. Рост процентных ставок в США обусловил резкое снижение аппетитов к рисковому активам. При этом значимую роль сыграл фактор конца финансового года, усиливший желание участников рынка зафиксировать прибыль после длительного роста. Портфель на основе индекса EMBIG мог принести потенциальным инвесторам убыток в размере 18% годовых. Тем не менее, можно говорить о наличии в прошедшем месяце двух трендов. В течение первых двух недель спрэд EMBIG в результате волны продаж расширился с исторического минимума 231 б.п. на 35 б.п. до 266 б.п. Вторую половину месяца спрэд на фоне замедления активности продавцов предпринял вторую попытку к достижению минимумов, сузившись до 237 б.п.

Российский сегмент, пользовавшийся большим спросом до сего момента, не стал исключением, и по итогам месяца убыток портфеля на основе индекса EMBIG Russia составил 33% годовых. Бенчмарк Россия-30, начавшая октябрь на уровне 114.4%, потеряла 400 б.п., опустившись до 110% от номинала, при этом спрэд расширился выше 130 б.п. С началом ноября на рынке наблюдается некоторая стабилизация: уровень 120 б.п. стал в известном смысле аттрактором, и амплитуда колебаний спрэда не превышает 5-7 б.п. Что же касается ожиданий повышения рейтинга агентством Moody's, то прошедший месяц, наконец, привел к их реализации. Moody's повысило рейтинг на одну ступень до Baa2, присвоив стабильный прогноз. Апгрейд рейтинга, согласно пресс-релизу, стал возможен благодаря мощному росту золотовалютных резервов и стабилизационного фонда, улучшению коэффициентов ликвидности и долговой нагрузки, намерению правительства продолжать досрочные погашения внешнего долга и ожиданию, что рост государственных расходов будет контролируемым и ограниченным. Основными задачами, требующими решения, агентство видит рост конкурентоспособности экономики, судебную реформу, а также борьбу с коррупцией. Надо сказать, что, учитывая лояльность Moody's к России, мы надеялись если не на повышение рейтинга на две ступени, то, по крайней мере, на присвоение позитивного прогноза, что означало бы еще один апгрейд в ближайшее время. Однако агентство пошло на более консервативный шаг, в связи с этим отсутствие бурной реакции на рынке не выглядит большим сюрпризом. При этом стоит отметить, что, руководствуясь новой методикой, по которой отдельные выпуски могут иметь рейтинг выше суверенного, Moody's присвоило в корпоративном секторе первые рейтинги на уровне A2 (ВТБ-08, ВТБ-11, Сбербанк-06) и A3 (ВТБ-15, Сбербанк-15).

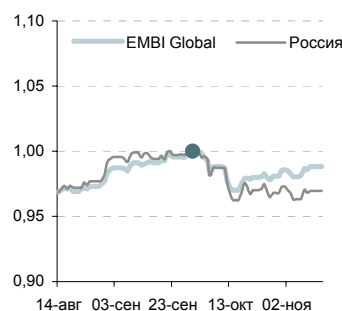
Касаясь перспектив рынка, мы рискуем предположить, что вторая половина ноября - начало декабря может стать для российского сегмента более удачным периодом. Во-первых, рост доходностей на рынке Treasuries, являющийся основным лейтмотивом продаж рискованных активов, может оказаться достаточно ограниченным, поскольку факт повышения ставки во многом уже заложен в рынок, и реакция инвесторов, возможно, будет, если и не позитивной, то, по крайней мере, более умеренной. Во-вторых, основная масса желающих зафиксировать прибыль уже схлынула в октябре, и в ближайшее время инвесторы, на фоне остающихся сильными фундаменталий (настрой на дальнейшее погашение внешнего долга, высокие цены на нефть, стабильная политическая ситуация), могут озадачиться формированием позиций на следующий год. В этой связи наш прогноз по российскому спрэду выглядит нейтрально-позитивным: вполне возможно, что спрэд к концу месяца сможет сузиться до 110 б.п. и закрепиться вблизи этого уровня.

Отрицательная реакция корпоративного сектора оказалась не менее выраженной, что помимо общих тенденций объясняется ростом предложения бумаг. Убыток портфеля на основе индекса RUBI по итогам месяца составил около 18% годовых. При этом отдельные выпуски выглядели гораздо хуже рынка. В частности, это касается евробондов Газпрома, наиболее подверженных колебаниям суверенного сектора и серьезно увеличивающего предложение своего риска для покупки Сибнефти. Газпром-34 стал явным аутсайдером среди корпоративных выпусков, принеся совокупный убыток 41% годовых.

Начало ноября в корпоративном секторе отмечилось рекордным размещением среди частных российских компаний. 3 ноября Evraz Group (B+/B2/BB-) разместила 10-летний выпуск объемом \$750 млн. До этого рекордсменом была компания ТНК-ВР, выпустившая бумаги на \$700 млн. двумя траншами. Предварительные ориентиры предполагали доходность выпуска на уровне 8.25-8.5%. Однако резкий рост доходностей базовых активов в день размещения ухудшил конъюнктуру, и в итоге Евразхолдинг вынужден был заплатить инвесторам премию: цена размещения составила 98.338%, а доходность к погашению 8.5%. Сейчас доходность Евразхолдинга-15 составляет 8.6%, что делает выпуск одним из наиболее доходных евробондов в российском сегменте. Однако, принимая во внимание привлекательность уровней, следует отметить, что покупка корпоративных евробондов сопряжена с высоким риском продолжения роста доходностей на долговых рынках.

Вообще отрицательная динамика октября заставила нас изменить стратегию прямых покупок на покупку спрэдов между различными эмитентами. В числе первых мы сохраняем

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	-1,5%	242	7
Argentina	-5,3%	371	22
Brazil	-1,6%	353	12
Bulgaria	-2,1%	86	15
Chile	-0,8%	74	19
China	-0,6%	61	1
Columbia	-2,2%	261	21
Ecuador	-2,9%	660	26
Hungary	-1,5%	55	3
Malaysia	-0,9%	81	-1
Mexico	-0,8%	146	-3
Morocco	0,4%	96	-3
Nigeria	0,2%	260	-46
Peru	-2,8%	213	30
Philippines	0,0%	363	-12
Poland	-1,3%	45	3
Russia	-2,7%	115	23
South Africa	-1,4%	86	12
Turkey	-0,7%	238	1
Ukraine	-1,5%	176	19
Uruguay	-2,9%	327	17
Venezuela	-0,8%	298	-5

Источник: J.P. Morgan

рекомендацию по покупке спреда Вымпелкома-09 к кривой МТС. Если выпуски второго по величине сотового оператора с погашением в 2010 и 2011 годах торгуются с премией 15 б.п., что можно считать справедливым, учитывая сохраняющуюся напряженность в отношениях между главными акционерами, то ближайший выпуск Вымпелкома имеет премию порядка 40 б.п. к кривой МТС. При этом поддержку бондам должна оказать состоявшаяся покупка оператора УРС, открывающая Вымпелкому украинский рынок сотовой связи.

В нефтегазовом секторе мы видим инвестиционную привлекательность в спреде Сибнефть-Газпром, а новость о желании газового монополиста довести свою долю в нефтяной компании до 100% только укрепляет нас во мнении, что долги компаний должны торговаться на одинаковом уровне. Сейчас премия Сибнефти-09 к кривой Газпрома составляет около 30 б.п.

В начале ноября мы к прежним рекомендациям добавили спред субординированного выпуска Сбербанка-15 (А3/ВВВ-) к ВТБ-15 (ВВ+/А3/ВВВ-), расширившийся летом до 20 б.п., а в октябре до 40 б.п. Оба банка занимают лидирующие позиции на российском рынке и находятся под контролем государства. В связи с этим, мы не видим объективных причин для существования спреда, и, по нашему мнению, он имеет все шансы для сужения до нуля.

Рынок рублевых облигаций

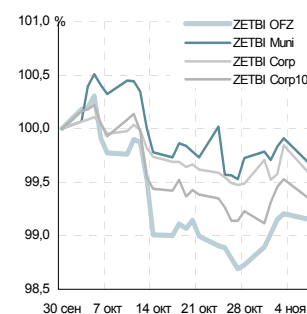
В октябре инвесторы в рублевые облигации, пребывавшие весь август-сентябрь в состоянии эйфории от длительного ценового ралли, попали под холодный душ. На этот раз беда пришла извне: на фоне роста доходностей по базовым активам и фиксации прибыли в завершении финансового года, по развивающимся рынкам прошла глобальная волна продаж, и российские еврооблигации не миновали общей участи. В рублевых бумагах реакция инвесторов не заставила себя долго ждать: побочным эффектом двухмесячной компрессии спреда доходностей между длинными ОФЗ и Россией-30 с 280-300 б.п. до 120-130 б.п. стала заметно возросшая чувствительность к колебаниям внешней конъюнктуры. Участники рынка, еще недавно скупавшие выпуски длинной дюрации, с не меньшим ажиотажем принялись распровадать портфели.

В результате массированных продаж со стороны крупных игроков, доходность ОФЗ 46018, достигшая исторического минимума 6.65% годовых 3 октября, к середине месяца вернулась в диапазон 6.9% - 7% (уровни первой половины сентября). Вслед за ОФЗ под огонь попали и длинные выпуски негосударственного сегмента: доходности длинной Москвы, облигаций Мособласти и корпоративных голубых фишек за месяц выросли в пределах 20-40 б.п.

Распродажа на длинном отрезке кривой доходности продолжалась вплоть до 20-х чисел октября, когда рынок столкнулся с новой дилеммой: начало периода налоговых платежей повлекло за собой неожиданно резкое сокращение денежной ликвидности и взлет ставок МБК до 8%-10%. Возникновение дефицита рублей, в свою очередь, стало следствием произошедшей смены настроений на внутреннем валютном рынке. Былые надежды на то, что ЦБ рано или поздно сделает выбор между контролем за укреплением рубля и контролем над инфляцией в пользу последнего осенью приобрели совсем призрачный характер: курс валюты к рублю слепо следовал за динамикой FOREX. Как следствие, созданные ранее некоторыми участниками рынка короткие позиции по доллару приобретали все меньший смысл. В то же время, ожидания дальнейшего роста доходностей в США, а значит, растущий дифференциал процентных ставок в Америке и Еврозоне, давал неплохой повод задуматься о покупке долларов, в том числе, нерезидентам, выходящим из длинных рублевых облигаций. На этом фоне в конце октября баланс на валютном рынке был нарушен в сторону покупателей, что ограничило приток рублей от продаж валютной выручки экспортеров и привело к росту стоимости рублей. Масла в огонь добавило и размещение рекордного выпуска облигаций ВТБ на 15 млрд. рублей, прошедшее в самые тяжелые для денежного рынка дни.

Рынок рублевого долга отреагировал на рост напряженности традиционным образом: ликвидность торгов упала до минимума, цены по первому эшелону консолидировались на достигнутых уровнях, а основная активность перетекла в выпуски второго – третьего эшелона. В начале ноября снятие напряженности на денежном рынке на время вернуло интерес инвесторов к ликвидным бумагам. Однако, начавшееся было восстановление оказалось недолгим: сразу после ноябрьских праздников на первый план вышла динамика валютного рынка, в полной мере подтвердившая существовавшие до этого ожидания в отношении курса доллара. Всего за несколько дней курс евро опустился ниже 1.18 долл., протестировал уровни ноября 2003 года, а к середине месяца был преодолен рубеж 1.17 долл./евро. На этом фоне курс доллара к рублю установил новый годовой максимум (28.87 руб./долл.), а ставки МБК еще до периода налоговых платежей выросли до 5-7%, дав серьезный повод для опасений относительно нового кризиса ликвидности во второй половине месяца. В итоге, практически всю первую половину ноября активность инвесторов в рублевые облигации оставалась крайне низкой, при этом, по ликвидным сериям продолжилось плавное снижение котировок.

Динамика ценовых индексов ZETBI в октябре-ноябре



Источник: Банк ЗЕНИТ

Государственные облигации - лидеры по доходности с начала октября:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
SU27022RMFS1	0,66	6,21
SU27025RMFS4	0,66	6,20
SU45001RMFS3	0,66	6,12
SU46001RMFS2	0,56	4,91
SU45002RMFS1	0,43	3,94
SU25058RMFS7	0,00	-0,03
SU46003RMFS8	-0,04	-0,35
SU26198RMFS0	-0,34	-3,22
SU25057RMFS9	-0,40	-3,67
SU46014RMFS5	-0,46	-3,98

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Субфедеральные облигации - лидеры по доходности с начала октября:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
ВоронежОбл	5,75	49,48
НижгорОбл1	3,96	35,49
Волгогр 01	2,18	20,12
Мос. обл.Зв	1,87	16,31
КОМИ 7в об	1,75	14,90
МГор35-об	1,57	14,67
МГор27-об	1,71	14,66
Якут-04 об	1,49	13,74
ТверОбл об	1,55	13,18
Якут-06 об	1,43	12,59

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

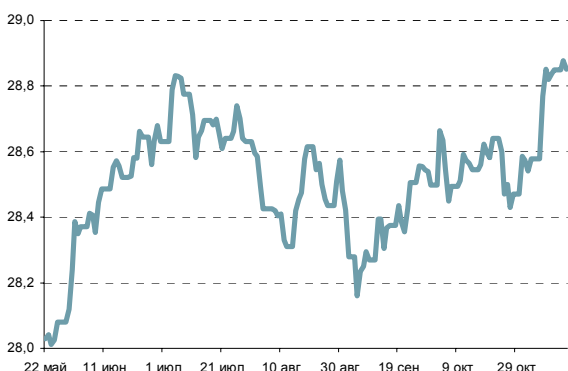
Корпоративные облигации - лидеры по доходности с начала октября:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
ВБД ПП 1об	4,79	42,88
Миракс 01	2,67	25,34
ДжэйЭфСи 2	2,60	23,22
МаирИнв-01	2,03	18,95
УралВагЗФ	2,16	18,89
ГТ-ТЭЦ Зоб	1,93	17,36
МКШВ-01	1,83	16,18
АИЖК Зоб	1,83	15,90
АдаманФ1об	1,67	14,92
НКНХ-04 об	1,71	14,83

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

В целом с начала октября ценовые индексы семейства ZETBI потеряли в весе 42 б.п. (ZETBI Muni) – 118 б.п. (ZETBI OFZ). На фоне убытков в ОФЗ и голубых фишках, защитную функцию могли выполнить среднесрочные корпоративные выпуски второго-третьего эшелона, вложения в которые принесли инвесторам доходность в пределах 14.8% - 42.8% годовых.

USD/RUB:



Источник: Bloomberg

Объем денежной ликвидности и ставки МБК:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Что касается прогноза относительно ситуации на внутреннем рынке долга, похоже, что как минимум до конца ноября из числа факторов, ее определяющих, на первый план выйдет денежный рынок. На фоне столь внушительного роста доллара вряд ли стоит ожидать, что в период налоговых выплат экспортеры будут с большой охотой избавляться от валюты, а банки не захотят увеличивать длинные позиции в долларах. Вероятный рост ставок МБК до уровня 10% и выше, скорее всего, не станет причиной серьезных проблем для средних и мелких банков – в октябре ЦБ показал, что способен осуществлять эффективное рефинансирование банковской системы (в частности, через инструменты РЕПО). Как следствие, мы не ожидаем существенного негативного давления на котировки рублевых бумаг, тем более, что и динамика российских еврооблигаций во второй половине месяца, по нашим оценкам, будет более спокойной. В то же время, с большой долей вероятности рост ставок МБК сведет к минимуму ликвидность вторичных торгов.

Декабрь с точки зрения ситуации на денежном рынке, скорее всего, окажется более благополучным. В частности, дополнительный приток ликвидности должен обеспечить расходование средств, накопленных на счетах бюджетополучателей, которое по закону о федеральном бюджете должно быть осуществлено до конца года. Объем запланированных, но не осуществленных бюджетных расходов отражается разницей между суммой расходов по финансированию и по кассовому (фактическому) исполнению. В соответствии с опубликованным 10 ноября Минфином отчетом об исполнении бюджета в январе-октябре, эта разница составляла 524 млрд. рублей. Вливания средств в финансовую систему может поддержать ликвидность рублевых облигаций. Однако, на фоне вероятного дальнейшего роста доходностей базовых активов, какой-то позитивный импульс в длинных выпусках ОФЗ и голубых фишках, более чувствительных к колебаниям внешней конъюнктуры, на наш взгляд, возможен только в случае стабилизации валютного рынка и возвращения ожиданий укрепления рубля.

На этом фоне более безопасным объектом инвестирования на ноябрь-декабрь выступают выпуски второго – третьего эшелона средней дюрации, способные выполнить защитную функцию в случае негативного развития событий на валютном рынке. В числе наших рекомендаций – выпуски Свердловэнерго, Ленэнерго, ММК-Транса, Нутритэка, Главмостроя, Группы ЛСР, Мидлэнда, Севкабеля. Кроме того, мы включаем в список рекомендаций на покупку облигации Маира, дающие высокую текущую доходность и недооцененные относительно отраслевых аналогов (см. кредитный анализ эмитента в разделе «Предстоящие размещения»).

Помимо обращающихся бумаг, инвесторам стоит присмотреться к предстоящим первичным выпускам, большой объем которых будет приходиться именно на второй - третий эшелоны рынка. Участие в размещениях дает возможность получить дополнительную премию в доходности, на которую эмитенты будут вынуждены пойти, чтобы привлечь инвесторов в условиях ограниченной денежной ликвидности.

Прошедшие размещения

Общий объем первичных размещений корпоративного сегмента в октябре составил 31.32 млрд. руб., что является максимальным значением за всю историю российского долгового рынка. Всего было размещено 15 новых выпусков. Стоит отметить возросшую активность эмитентов в банковском сегменте. Помимо ВТБ, в октябре свои облигации инвесторам предложили еще 4 банка: ТуранАлем, Славинвестбанк, Инвестторгбанк и Кедр.

18 октября на ММВБ АКБ «Инвестторгбанк» проводил аукцион по размещению своего второго выпуска облигаций объемом 350 млн. руб. Инвесторами было выставлено 52 заявки на участие в аукционе, содержавшие ставку купона в диапазоне от 10.7% до 12% годовых.

По результатам конкурса ставка первого купона была определена в размере 12% годовых, что соответствует доходности к полуторалетней оферте 12.36% годовых. Выпуск был размещен полностью.

25 октября в очередной раз на долговом рынке появился Альянс Русский Текстиль, представивший инвесторам четырехлетние облигации третьей серии на сумму 1.2 млрд. руб., по которым предусмотрена оферта через 2 года.

На фоне возникших проблем с денежной ликвидностью у отдельных участников рынка размещение проходило без особого ажиотажа: на аукционе переспрос составил менее 15% (176.6 млн. руб.). Ставка купона, обозначенная в заявках на участие в аукционе, варьировалась в интервале от 11% до 13.5%. При этом спрос по ставке 12% годовых составил более 1.35 млрд. руб., что позволило установить первый купон именно на этом уровне и полностью разместить выпуск. Доходность к оферте через 2 года, таким образом, составила 12.36% годовых, что несколько выше верхней границы наших ожиданий. Мы оценивали справедливую доходность данного выпуска к оферте на уровне 11.9% - 12.3% годовых.

Организатором выпуска выступил ТрансКредитБанк. В синдикат по размещению также вошли АКБ АкБарс, Промышленно-строительный Банк, Сургутнефтегазбанк.

27 октября на ММВБ состоялось размещение пятого выпуска облигаций ВТБ, который по праву можно назвать рекордным за всю историю российского долгового рынка. Объем выпуска составил 15 млрд. руб. Срок обращения облигаций 8 лет, срок до оферты 1.5 года.

В ходе размещения инвесторы выставили 66 заявок на участие на общую сумму 16.7 млрд. руб., в которых ставка первого купона была обозначена на уровне 6% - 6.75%. В результате торгов ставка первого купона была установлена в размере 6.2% годовых, что определило доходность к полуторалетней оферте на уровне 6.35% годовых. Это гораздо ниже ожиданий большинства участников рынка. Размещение проходило не в самый удачный момент для эмитента: неблагоприятная конъюнктура мирового долгового рынка вкупе с ограниченной ликвидностью отечественного банковского сектора выступали серьезными причинами для предоставления инвесторам дополнительной премии в доходности. По нашим оценкам, она должна была быть не ниже 6.5% годовых.

Похоже, «имиджевый» характер участия в крупнейшем размещении мотивировал участников синдиката пренебречь собственными интересами и согласиться с предложенной ставкой купона, что, на наш взгляд, может негативно отразиться на ликвидности данного выпуска при выходе на вторичный рынок. Весь выпуск полностью был размещен 47 сделками. Более 35% выпуска было приобретено иностранными инвесторами.

Выступая в качестве организатора, ВТБ собрал очень представительный синдикат, в состав которого вошли: Citigroup, HSBC, Внешэкономбанк, Газпромбанк, Банк Петрокоммерц, Промышленно-строительный банк, Номос-Банк, Альфа-банк, АБН АМРО Банк, ING Bank, КИТ Финанс, Международный Московский Банк, Российский банк развития, Райффайзенбанк Австрия, Банк Союз и ЦентроКредит.

Также 27 октября началось размещение второго выпуска облигаций ООО «Камская долина Финанс» объемом 200 млн. руб. Срок до погашения – 2 года, срок до оферты – 1 год.

Ставка первого купона на уровне 13.5% годовых, что соответствует доходности к оферте

Инвестторгбанк-2

Размещение: 18 октября 2005 г
Объем: 350 млн. руб.
Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)
Купон: полугодовой, 1-3 купоны – 12% годовых, 4-6 определяются эмитентом
Доходность к погашению (оферте): - (12.36% годовых)
Организатор: Инвестторгбанк

Русский Текстиль - 3

Размещение: 25 октября 2005 г
Объем: 1.2 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)
Купон: полугодовой, ставка 1-4 купонов – 12% годовых, остальные определяет эмитент
Доходность к погашению (оферте): - (12.36% годовых)
Организатор: ТрансКредит-Банк

Внешторгбанк-5

Размещение: 27 октября 2005 г
Объем: 15 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 8 лет (1.5 года)
Купон: ежеквартальный, 1-6 купоны – 6.2% годовых, остальные определяет эмитент
Доходность к погашению (оферте): - (6.35% годовых)
Организатор: Внешторгбанк

Камская долина - Финанс-2

Размещение: 27 октября 2005 г
Объем: 200 млн. руб.
Срок до погашения (оферты):

14.2% годовых. Закончилось размещение облигаций 10 ноября.

Организатором выпуска выступила Пермская фондовая компания.

28 октября инвесторы получили возможность для диверсификации рисков текстильной отрасли – на ММВБ состоялся аукцион по облигациям дебютного выпуска «Управляющая компания Текстильного Холдинга «Яковлевский» на сумму 1 млрд. руб.

Размещение на следующий день после «атаки» ВТБ не предвещало ажиотажного спроса, кроме того, ликвидность потенциальных участников аукциона оставалась под прессом неблагоприятной конъюнктуры денежного рынка. Главным ориентиром для инвесторов при выставлении заявок на участие в конкурсе выступали результаты размещения третьей серии облигаций Альянса Русский Текстиль. Всего было подано 100 заявок на общую сумму 1.186 млрд. руб., основная масса которых содержала ставку купона в диапазоне от 10.9% до 12.78%.

По итогам аукциона выпуск был размещен полностью 85 сделками. Ставка первого купона, также как и выпуска Русского текстиля-3, была установлена на уровне 12%, что определило доходность к оферте тоже на уровне 12.36% годовых. Таким образом, учитывая разницу в дюрации двух выпусков, можно говорить о предоставленной со стороны ТХ «Яковлевский» премии инвесторам за дебют.

Организатором выпуска выступал Уралсиб, в состав синдиката по размещению также вошли МБРР, Национальный резервный банк, Еврофинанс Моснарбанк, Международный Московский банк, ФК Мегатрастойл.

31 октября сезон октябрьских размещений закрывал Славинвестбанк, представивший инвесторам трехлетние облигации второго выпуска объемом 900 млн. руб.

Неофициальный статус «русской дочки» казахского банка ТуранАлем обеспечил эмитенту неплохую поддержку при размещении: спрос на облигации превысил предложение на 27.8% (251 млн. руб.). К участию в аукционе по определению ставки первого купона было выставлено 38 заявок, содержащих ставку первого купона на уровне 9.5% – 10.15% годовых. В результате конкурса ставка первого купона была установлена на уровне 10% годовых, что соответствует доходности к полуторалетней оферте 10.25% годовых. Выпуск был размещен полностью.

Организатором выпуска является Банк ЗЕНИТ, андеррайтерами выступили АБ Девон-Кредит, Инвестсбербанк, Промышленно-строительный Банк, Банк Союз. Статус со-андеррайтеров получили ИБ Веста, КИТ Финанс, Номос-Банк, КБ Рублев и ИК Русс-Инвест.

Помимо вышеперечисленных аукционов, 20 октября на СПВБ полностью был размещен третий выпуск трехлетних облигаций ООО «Глобус-Лизинг-Финанс» объемом 500 млн. руб. На аукционе была рассмотрена 2381 заявка на сумму чуть более 529 млн. руб.

Ставка купона на весь период обращения бумаг была установлена в размере 13% годовых, что определило доходность к погашению на уровне 13.42% годовых.

Организатором выпуска является Северо-Западный банк Сбербанка России, также в размещении участвовали Сбербанк-Капитал и АБ Россия.

Первым ноябрьским размещением стал состоявшийся 2 ноября аукцион по облигациям второго выпуска ОАО «Салаватстекло». Объем выпуска составил 1.2 млрд. руб. Срок до погашения 4 года, срок до оферты – 2 года.

Переспрос на аукционе по размещению составил более 35%, инвесторами была выставлена 71 заявка на общую сумму 1.629 млрд. руб. Несмотря на изменение кредитного качества эмитента с момента размещения первого выпуска (в марте текущего года): остановка базового производства повлекла сокращение операционных потоков, а финансирование инвестиционной программы по модернизации оборудования за счет заемных средств повлекло усиление долговой нагрузки, инвесторы оптимистично оценили риски компании. Ставка первого купона, обозначенная в большинстве заявок, варьировалась в интервале от 8.4% до 10% и по итогам конкурса была установлена на уровне 9.28%, что соответствует

2 года (1 год)

Купон: ежеквартальный, ставка 1 – 4 купонов – 13.5%, остальные определяет эмитент.

Доходность к погашению (оферте): - (14.2%)

Организатор: Пермская фондовая компания

УК ТХ Яковлевский

Размещение: 28 октября 2005 г

Объем: 1 млрд. руб.

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

Купон: полугодовой, ставка 1-2 купонов - 12% годовых, 3-6 купоны определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): - (12.36%)

Организатор: ФК Уралсиб

Славинвестбанк-2

Размещение: 31 октября 2005 г

Объем: 900 млн. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка 1-3 купонов - 10% годовых,

Доходность к погашению (оферте): - (10.25%)

Организатор: Банк ЗЕНИТ

Глобус-Лизинг-Финанс-3

Размещение: 20 октября 2005 г

Объем: 500 млн. руб.

Срок до погашения: 3 года

Купон: полугодовой, ставка 1-6 купонов - 13% годовых,

Доходность к погашению: 13.42%

Организатор: Северо-Западный банк Сбербанка РФ

Салаватстекло-2

Размещение: 2 ноября 2005 г

Объем: 1.2 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 4 года (2 года)

Купон: полугодовой, ставка 1-4 купонов – 9.28% годовых, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (первой оферте): - (9.50%)

Организатор: Атон

доходности к двухлетней оферте 9.5% годовых. Это несколько ниже наших ожиданий, принимая во внимание довольно высокую зависимость от реализации инвестиционной программы, мы оценивали справедливую доходность выпуска Салаватстекло-2 на уровне 9.68% - 9.78% годовых.

Организатором займа выступила ИГ Атон. В состав синдиката по размещению вошли: Банк Петрокоммерц, Еврофинанс-Моснарбанк, МБРР, Промышленно-строительный Банк, Саровбизнесбанк, Банк Союз.

В тот же день, 2 ноября, состоялось размещение пятого выпуска Пробизнесбанка объемом 1 млрд. руб. Условиями выпуска ставка купона определяет на весь период обращения. Срок до погашения 3.5 года.

Спрос при размещении составил 1.27 млрд. руб. Ставка первого купона установлена в размере 10.69% годовых, что соответствует доходности к погашению 11% годовых. Весь выпуск полностью был размещен 53 сделками.

Наряду с организатором Росбанком в составе синдиката по размещению: ИК Русс - Инвест, ИК Регион, Банк Союз и АКБ Форпост.

9 ноября на ММВБ проходил аукцион по размещению облигаций второй серии облигаций ОАО «Искитимцемент» на сумму 500 млн. руб. Срок до погашения 3 года, срок до оферты – 2 года.

Довольно жесткая позиция по установлению ставки первого купона на уровне 12.5%, что соответствует доходности 13.12% к двухлетней оферте, не позволила эмитенту реализовать весь выпуск полностью: размещение закончилось лишь 14 ноября.

Похоже, Искитимцемент стал первой жертвой изменившейся по сравнению с началом осени конъюнктуры первичного рынка: ограниченная ликвидность заставляет инвесторов быть более требовательными в отношении дополнительной премии в доходности и более детально подходить к выбору объектов вложений. В частности, в отношении Искитимцемента в качестве главных рисков мы выделяем непрозрачность распределения финансовых потоков внутри Группы ПАТМ, контролирующей предприятие, а также ухудшение финансового состояния компании, вызванного падением рентабельности (несмотря на благоприятную конъюнктуру рынка цемента).

Организаторами выпуска выступили ИФК Алемар и Росбанк, привлечшие в синдикат по размещению Банк Москвы и БК Северо-Западный инвестиционный центр.

10 ноября состоялось размещение третьего облигационного займа ОАО «Импэксбанк» объемом 1.3 млрд. руб. Условиями выпуска по четырехлетним бумагам предусмотрена оферта через 1.5 года.

Спрос при размещении на 32.9% превысил предложение и составил 1.728 млрд. руб. Инвесторы выставили 27 заявок на участие в аукционе, содержащие ставки первого купона в диапазоне от 8% до 9.28% годовых. В ходе торгов весь выпуск был размещен полностью со ставкой первого купона 9.25% годовых, что соответствует доходности к полугодовой оферте 9.46% годовых.

Организатором выпуска является Импэксбанк. В состав синдиката по размещению вошли: Газпромбанк, Номос-Банк, АК. Барс Банк, Росбанк, Банк Петрокоммерц, АКБ Форпост, Ханты-Мансийский Банк, Внешэкономбанк, Российский банк Развития.

Пробизнесбанк - 5

Размещение: 2 ноября 2005 г
Объем: 1 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 3.5 года
Купон: полугодовой, ставка 1-2 купонов – 10.69%, 3-4 купонов – 9.69%, 5-7 купонов – 8.69%.
Доходность к погашению: 11% годовых
Организатор: Росбанк

Искитимцемент-2

Размещение: 9 ноября 2005 г
Объем: 500 млн. руб.
Срок до погашения (оферты): 3 года (2 года)
Купон: ежеквартальный, ставка 1-8 купоны – 12.5% годовых, остальные определяет эмитент
Доходность к погашению (первой оферте): - (13.12%)
Организаторы: ИФК Алемар, Росбанк

Импэксбанк-3

Размещение: 10 ноября 2005 г
Объем: 1.3 млрд. руб.
Срок до погашения (оферты): 4 года(1.5 года)
Купон: полугодовой, ставка 1-3 купонов – 9.25% годовых, остальные определяет эмитент
Доходность к погашению (оферте): - (9.46%)
Организатор: Импэксбанк

Предстоящие размещения

По предварительным оценкам, общий объем намеченных на ноябрь первичных размещений в корпоративном сегменте составит порядка 30 млрд. До конца месяца мы ожидаем появление следующих выпусков:

Дата	Эмитент	Объем займа, млрд. руб.	Состояние выпуска	Организатор
16.ноя	РЖД-4	10 000	зарегистрирован	JP Morgan, КИТ
16.ноя	РЖД-7	5 000	зарегистрирован	Финанс
22.ноя	Газбанк	1 000	зарегистрирован	Газпромбанк, Райффайзенбанк
24.ноя	УРСИ-6	2 000	зарегистрирован	Связь-Банк
29.ноя	Югтранзитсервис	1 000	вторичный аукцион	Ренессанс Капитал
не определена	Магнит-Финанс	2 000	зарегистрирован	Тройка Диалог
не определена	МАИРИнвест	1 000	зарегистрирован	Промышленно-строительный банк
не определена	Отечественные лекарства Финанс-2	1 300	зарегистрирован	МДМ-Банк
не определена	Марийский НПЗ-Финанс	1 000	принято решение	ИК Еврофинансы
не определена	Уральская химическая компания	500	принято решение	н/д
не определена	Терна-Финанс	500	принято решение	АКБ Электроника
	ИТОГО	25 300		

Источник: Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

24 ноября ОАО «Уралсвязьинформ» планирует размещать первый из двух запланированных выпусков шестилетних облигаций. Объем займа составляет 2 млрд. руб., при этом условиями выпуска предусмотрена амортизационная структура выпуска: начиная с 4 года обращения, каждые полгода будет погашаться 20%.

В настоящее время в обращении находятся три выпуска облигаций на сумму 8 млрд. руб., погашение которых должно состояться в 2006 – 2008 гг.

За 9 месяцев 2005 г. привычный инвесторам портрет УРСИ несколько изменился: 1 июля 2005 г. был завершен процесс консолидации дочерних предприятий, предоставляющих услуги сотовой связи («ЗАО «Ермак RMS», ООО «Южно-Уральский телефон», ЗАО «Тюменьрусском») и услуги передачи данных (ООО «Уралком» и ЗАО «ВСНЕТ»), в форме присоединения к материнской компании. В рамках завершения консолидации дочернего бизнеса была утверждена концепция рестайлинга, в рамках которой была введена единая торговая марка услуг сотовой связи и новых услуг, включая Интернет, – Utel (Ютел).

В настоящее время эмитенту удастся сохранять устойчивость перед натиском участников большой сотовой тройки: он является лидером рынка сотовой связи Уральского региона и контролирует порядка 40%. По итогам 9 мес. 2005 г. общее число абонентов сотовой связи достигло 3.2 млн., ожидается, что к концу года их количество возрастет до 3.5 млн. Кроме того, УРСИ остается монополистом на рынке в сегментах местной и дальней связи с долями 86% и 80%, соответственно, и контролирует порядка 40% рынка Интернет-провайдинга.

Осуществленная консолидация бизнеса, безусловно, раскрывает новые возможности для развития приоритетных направлений - перспективных услуг сотовой связи и передачи данных, которые уже сейчас обеспечивают почти 33 % выручки и должны стать главными драйверами роста доходов компании в ближайшей перспективе. Вместе с тем, оборотной стороной консолидации стало давление на рентабельность текущих затрат, непосредственно связанных с ее проведением.

По итогам трех кварталов 2005 г. оборот УРСИ составил более 21 млрд. руб., что превышает аналогичный показатель прошлого года на 23%. При этом доходы от мобильной связи выросли на 173%, от новых услуг на 89%, главным образом, за счет увеличения количества абонентов мобильной связи стандарта GSM и Интернет. Наряду с этим, в значительной мере способствуют увеличению оборота компании рост междугородного/международного трафика, повышение тарифов абонентской платы на местную связь и прирост абонентов фиксированной связи. Операционная прибыль с учетом амортизации (OIBDA) по итогам 3 кварталов по сравнению с данными за 9 мес. 2004 г. выросла на 22.3% до 7.5 млрд. руб. При этом рентабельность по OIBDA сохранилась на уровне более 35%, что остается самым

Уралсвязьинформ-6

Размещение: 24 ноября 2005 г
Объем: 2 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 6 лет, (3 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона на устанавливается на аукционе, по остальным устанавливается равными первому
Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Связь-Банк

высоким показателем среди МРК в составе «Связьинвеста».

Финансовые показатели МРК за 9 мес. 2005 г., млн. руб.:

	УРСИ	Волга	Сибирь	СЗТ	ЦТК	ЮТК	Дальсвязь
Выручка	21 354	15 506	15 717	14 792	20 007	13 260	7 454
в % к 9 мес. 2004 г.	+ 23,2%	+16,3%	+ 16,4%	+ 16,4%	+11,23 %	+ 10,8%	+17,6%
ЕБИТДА*	7 563	4 708	4 755	4 300	5 358	3 758	2 080
в % к 9 мес. 2004 г.	+ 22,3%	+ 23,6%	+ 34,1%	+ 41,4%	+ 52,15%	+ 28,3%	+ 47,9%
ЕБИТДА margin	35,4%	30,4%	30,3%	29,1%	34,6%	28,3%	34,1%
в % к 9 мес. 2004 г.	- 0,8%	+6,6%	+15,2%	+ 11,1%	+ 39,6%	+ 21,4%	+ 30,6%
Чистая прибыль	1416	1428	824	1615	548	182	717
в % к 9 мес. 2004 г.	- 10%	+5%	+ 6%	+ 41,8%	в 60 раз выше	+ 101,8%	- 32,5%
Net margin	6,6%	9,2%	5,2%	10,9%	3,5%	1,4%	9,6%
в % к 9 мес. 2004 г.	- 27,4%	- 9,8%	- 10,3%	+ 21,6%	в 59 раз выше	+ 84,5%	- 42,5%
Активы	45 896	29 936	28 219	27 997	44 387	43 242	11 709
в % к 9 мес. 2004 г.	+ 25,1%	+ 15,1%	+ 23,9%	+ 44,7%	+ 8,1%	+ 6,1%	+ 29,2%
Долг	19752	8 390	11449	7044	19863	20438	2277
в % к 9 мес. 2004 г.	+ 44,9%	+ 36,5%	+ 75,6%	+ 142,7%	+ 15,2%	+ 13%	+ 53,5%
Debt ratio	43,0%	28,0%	40,6%	25,2%	44,8%	47,3%	19,4%
в % к 9 мес. 2004 г.	+ 15,8%	+ 18,5%	+ 41,8%	+ 67,7%	+ 6,5%	+ 6,4%	+ 18,8%
Долг/ЕБИТДА	2,6	1,8	2,4	1,6	3,7	5,4	1,1
в % к 9 мес. 2004 г.	+ 18 %	+ 10,4%	+ 31%	+ 72%	- 24%	- 14%	+ 4%

*Показатель ОИВДА у УРСИ и Дальсвязи

Источник: отчетность компаний по РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Финансовое положение УРСИ на фоне других МРК выглядит достаточно привлекательным. Текущая долговая нагрузка эмитента, не является угрожающей, генерируемые компанией денежные потоки обеспечивают адекватное покрытие обязательств по кредитам и займам. Однако соотношение долг/ЕБИТДА на уровне 2.6 превышает аналогичный показатель не только отличающихся своей консервативностью СЗТ и Дальсвязи, но и довольно активного на долговом рынке Сибирьтелекома (2.4).

Принимая во внимание, что одной из главных целей новых займов является замещение более дорогостоящих обязательств, мы ожидаем позитивного изменения структуры кредитного портфеля УРСИ не только по срочности, но и стоимости обслуживания. Таким образом, эмитент получает возможность для оптимизации операционных расходов и восстановления рентабельности.

Ориентиром по доходности нового выпуска, в первую очередь, станет текущая доходность по обращающимся на рынке бумагам УРСИ. Так, доходность УРСИ-5, характеризующегося наиболее длинной дюрацией (погашение в апреле 2008 г.), на 14.11.2005 г. составляла 8.10% годовых. Кроме того, стоит обратить внимание на результаты состоявшегося в сентябре размещения пятилетних облигаций Сибирьтелекома (доходность к трехлетней оферте при размещении составила 8% годовых). Однако в условиях текущего дефицита ликвидности инвесторы могут потребовать дополнительной премии за риски изменения конъюнктуры при выходе бумаги на вторичный рынок. Исходя из вышеизложенного, мы полагаем, что справедливая доходность нового выпуска УРСИ-6 будет находиться в интервале 8% - 8.3% годовых.

В двадцатых числах ноября Группа компаний «Тандер» планирует разместить дебютный облигационный выпуск объемом 2 млрд. руб. сроком на 3 года через SPV ООО «Магнит Финанс».

Поручителями по облигационному займу выступают входящие в состав Группы ЗАО «Тандер» (контролирует торговый блок и является центром консолидации прибыли) и ЗАО «Магнит» (осуществляет управление частью имущественного комплекса). Кроме того, Группа объединяет торговые компании ЗАО «Тандер-Петербург», ООО «Бестторг», ООО «Тандер-Магнит», а также оказывающее транспортные услуги ООО «Сельта».

В настоящее время Группа находится на стадии реструктуризации, в результате которой будет сформирован вертикально интегрированный холдинг с материнской компанией, консолидирующей собственность Группы, при этом ЗАО «Магнит» станет владельцем 100% обыкновенных акций ЗАО «Тандер».

Торговая сеть «Магнит» включает 1379 магазинов эконом-класса типа «дискаунтер» и является лидером по количеству магазинов среди розничных сетей данного формата. По итогам 2004 г. Магнит стал вторым по объему выручки дискаунтером в России (после Пятерочки).

Магнит Финанс

Размещение: ноябрь 2005 г.

Объем: 2 млрд. руб.

Срок до погашения: 3 года

Купон: полугодовой, ставка первого купона устанавливается на аукционе, по второму и последующим купонам процентная ставка равна ставке по первому купону.

Доходность к погашению:

определяется на аукционе

Организатор: Тройка Диалог

Российский розничный рынок является одним из самых быстро развивающихся среди других секторов российской экономики - на протяжении последних пяти лет его средние темпы роста составляли 22%. При этом, по ряду качественных показателей (размер торговой площади на человека и розничный оборот на душу населения) он отличается крайне низкой степенью насыщенности. Наступление зрелости розничного рынка ожидается только в 2010-2015 гг.

«Магнит» характеризуется достаточно агрессивной стратегией региональной экспансии. В настоящее время торговая сеть представлена в пяти федеральных округах и 436 населенных пунктах РФ, с наибольшей концентрацией в Южном, Центральном и Приволжском районах. В перспективе предполагается освоение Центрального и Уральского регионов, а также достижение оптимальной плотности сети в целевых регионах и городах. Стратегия расширения бизнеса упрощается экономным форматом магазинов, что позволяет привлекать потребителей с доходами ниже среднего.

Агрессивная экспансия Группы на фоне роста российского розничного рынка обеспечивает высокие темпы роста продаж. Так, согласно управленческой отчетности, по итогам 6 месяцев 2005 г. по сравнению с аналогичным периодом 2004 г. выручка Группы выросла в 2 раза до 19.4 млрд. руб., прогнозное значение данного показателя за 2005 г. составляет около 45 млрд. руб. Вместе с тем, у выбранной эмитентом стратегии есть обратная сторона: она не позволяет устанавливать высокие торговые наценки, что обуславливает низкую норму прибыли. В 1 полугодии 2005 г. операционная рентабельность зафиксирована на уровне 1.8%, рентабельность по чистой прибыли – 0.7%.

Долговая нагрузка Группы компаний «Тандер» пока является умеренной – по состоянию на 1 июля 2005 г. debt ratio составил 36.4% при общей сумме финансовых обязательств в размере 3.1 млрд. руб. Предстоящее размещение облигационного займа не вызовет существенного роста долговой нагрузки, поскольку не менее 75% полученных средств будет направлено на рефинансирование краткосрочной задолженности. Выпуск облигаций приведет к увеличению debt ratio до 40%, при этом покрытие обязательств по кредитам и займам за счет прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации уменьшится с 33.0% до 28.4%. В то же время, на фоне крайне низкой нормы прибыли, дальнейшая экспансия, скорее всего, потребует новых займов, и в перспективе долговая нагрузка может заметно вырасти.

В качестве ориентира по доходности облигаций ООО «Магнит Финанс» мы рассматриваем выпуск ООО «Пятерочка Финанс», доходность которого по состоянию на 14.11.2005 г. составила 8.70% годовых к погашению.

Принимая во внимание довольно низкую прозрачность структуры Группы компаний «Тандер», меньшую выручку, а также низкую норму прибыли, связанную с региональной специализацией компании, мы полагаем, что, даже с учетом разницы в дюрациях выпусков, облигации Магнита должны нести премию к «Пятерочке» не менее 100-150 б.п. Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность облигаций ООО «Магнит Финанс» на уровне 9.7%-10.2% годовых.

На вторую половину ноября намечено также размещение второго выпуска облигаций Группы МАИР – крупнейшего в России игрока в отрасли переработки лома черных металлов. Объем выпуска составляет 1 млрд. рублей. Срок до погашения нового выпуска – 2 года, предположительно, по бумагам будет выставлена годовая оферта.

МАИР объединяет в своей структуре предприятия по сбору и переработке металлолома в России, преимущественно в европейской части, где доля группы составляет порядка 16%, а также несколько перерабатывающих площадок на Украине и Польше. Кроме того, в качестве диверсификации бизнеса Группа развивает металлургическое производство, представленное тремя заводами: ОАО «ВСМЗ» (производство чугуна), ЗАО «СТАКС» (железный порошок и стальная заготовка) и ОАО «АрЗил» (трубопроводная арматура). Еще одним направлением бизнеса является лакокрасочное производство на базе Загорского лакокрасочного завода (краски специального назначения, применяемые в ВПК, авиапроме, машиностроении). На долю ломозаготовки по итогам 1 кв. 2005 приходилось около 70% продаж, металлургическое и лакокрасочное производство соответственно 22% и 7.3% оборотов. По направлению ломозаготовки и переработки МАИР в основном ориентируется на экспортные поставки, что в целом представляется оправданным, учитывая традиционно более низкую цену на металлолом в России по сравнению с мировым уровнем и географическое расположение основной массы перерабатывающих площадок (европейская часть, близко к границе и основным портам). Существенная доля металлолома экспортируется в Турцию, которая является крупнейшим мировым импортером. На долю МАИРа приходится до 20% всего турецкого импорта.

Динамика цен на металлолом напрямую зависит от конъюнктуры рынка стального проката

МаирИнвест

Размещение: ноябрь 2005

Объем: 1 млрд. руб.

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

Купон: полугодовой, 1 купон устанавливается на аукционе, ставка купонов до оферты равна первому, по остальным устанавливается эмитентом

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Промстройбанк

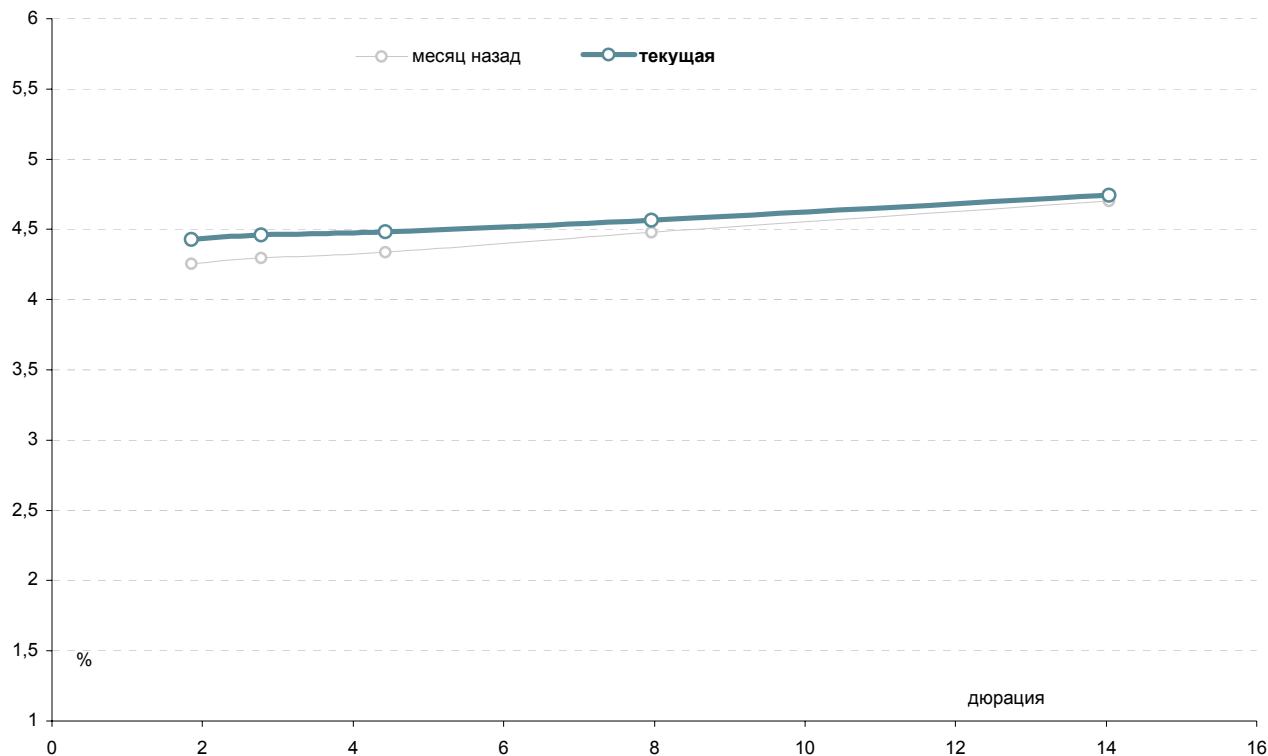
та: растущие цены на сталь порождают повышенный спрос на сырье и обеспечивают рост оборотов переработчикам лома. Наиболее успешным в этом плане стал прошлый год: мировые и внутренние цены на металлолом выросли на 41-43% (с декабря 2003 по декабрь 2004). Рост цен, как правило, приводит к росту активности заготовщиков. В результате, позитивный эффект в продажах эмитента от выросших цен составил сразу 74%: консолидированная выручка за 2004 год (по неаудированной отчетности РСБУ) составила 20.5 млрд. рублей. В первом полугодии текущего года ситуация развивалась уже не столь радужно: охлаждение конъюнктуры рынка проката привело к падению мировых цен на лом в январе-июне почти на 30%, и выручка МАИРа за 6 месяцев 2005 составила 7.63 млрд. рублей (на треть меньше, чем в 1 пг. 2004). При этом, рентабельность бизнеса по EBITDA снизилась с 8.64% до 4.8%. Прибыль МАИРа, как переработчика лома, складывается из разницы между ценой реализации (фактически, мировой ценой) и ценой закупки у сбытовых предприятий. Как следствие, норма прибыли в большей степени зависит не от конкретного уровня цен, а от их стабильности: в случае резкого падения цены реализации (как в мае-июне 2005) компания вынуждена распродавать запасы, созданные по более высоким ценам, фиксируя тем самым убытки. На фоне падения рентабельности заметно ухудшились показатели покрытия долга: покрытие за счет годовой EBITDA снизилось с 50% от общего объема финансовой задолженности до 21%. Во втором полугодии цены на лом снова стали расти, и по итогам всего года компания планирует выйти на уровень продаж в 700 млн. долл. (около 20 млрд. рублей). Консервативный прогноз годовой EBITDA (при сохранении 5% рентабельности) в размере 1 млрд. руб. обеспечит покрытие долга с учетом займа порядка 30%: большую часть средств от облигаций предполагается направить на рефинансирование.

В перспективе 2006 года эмитент не ожидает существенных изменений текущих ценовых уровней по металлолому, что в целом должно способствовать нормализации рентабельности бизнеса. При этом, даже в отсутствии роста цен, МАИР имеет перспективы дальнейшего роста продаж «экстенсивным» путем: отрасль переработки лома сейчас переживает стадию активной консолидации и вытеснения мелких игроков, занимающих большую долю рынка. Таким образом, в отсутствии новых резких ценовых колебаний, компания имеет все шансы повысить финансовую стабильность в следующем году.

На настоящий момент на рынке торгуется первый выпуск МАИРа: за последний месяц доходность к погашению (в апреле 2007) колебалась в диапазоне 11.3% - 12.4% годовых, среднее значение – 11.63% годовых. В то же время, этот уровень представляется завышенным для эмитента, даже учитывая невысокую ликвидность выпуска. Доходность отраслевого аналога, металлотрейдера Инпром (выпуск Инпром-2) – 10.64% годовых к оферте в июле 2006 года (на 14.11.05), хотя последний как минимум вдвое меньше МАИРа по масштабам бизнеса, характеризуется более низкой рентабельностью (3.3% по операционной прибыли в 1 пг. 2005) и худшими показателями покрытия долга (DEBT/EBITDA на 01.07.2005 – порядка 9). Более обоснованным с точки зрения кредитного качества уровнем доходности по облигациям МАИР-1, а также по размещаемому выпуску МАИР-2, представляется диапазон 10%-10.5% годовых. При этом, при размещении нового выпуска в условиях не самой лучшей конъюнктуры денежного рынка инвесторы, скорее всего, смогут рассчитывать на премию в доходности на аукционе (еще порядка 50 б.п.).

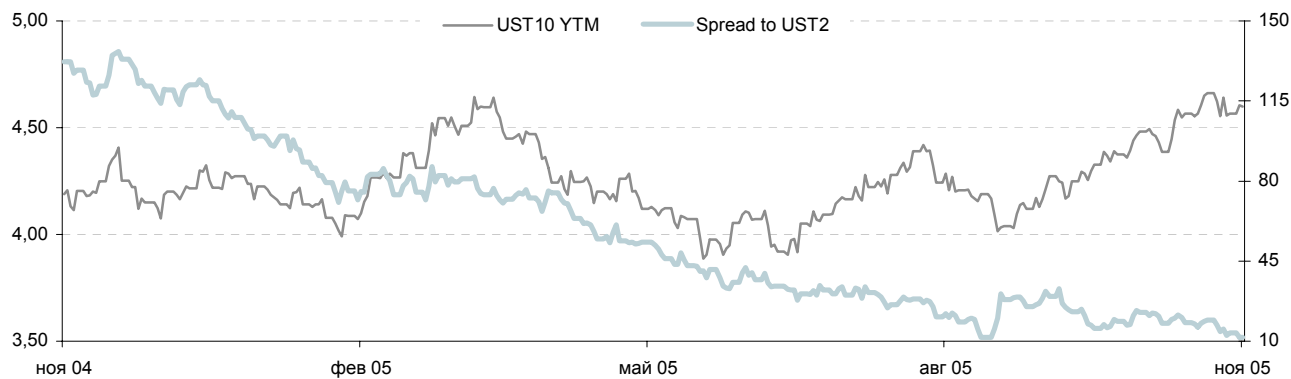
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

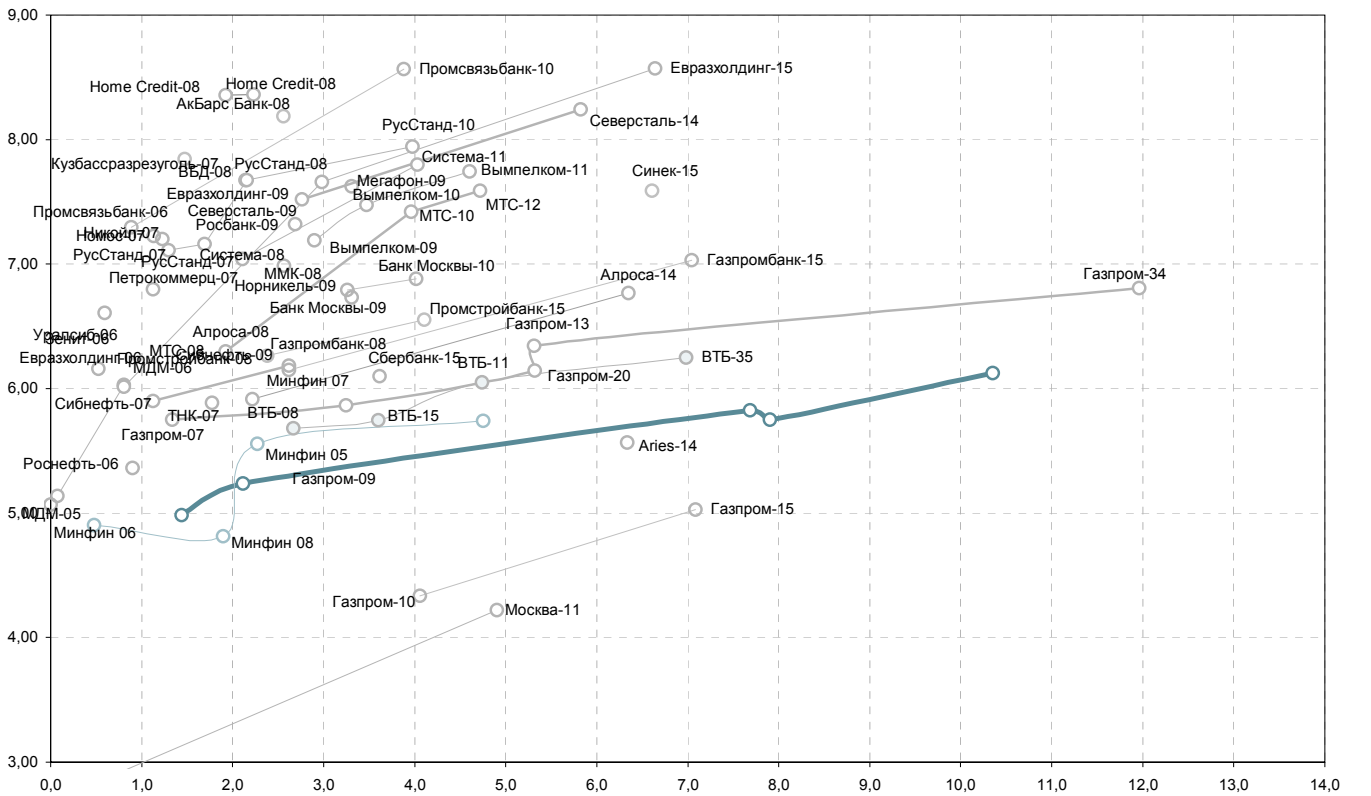
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

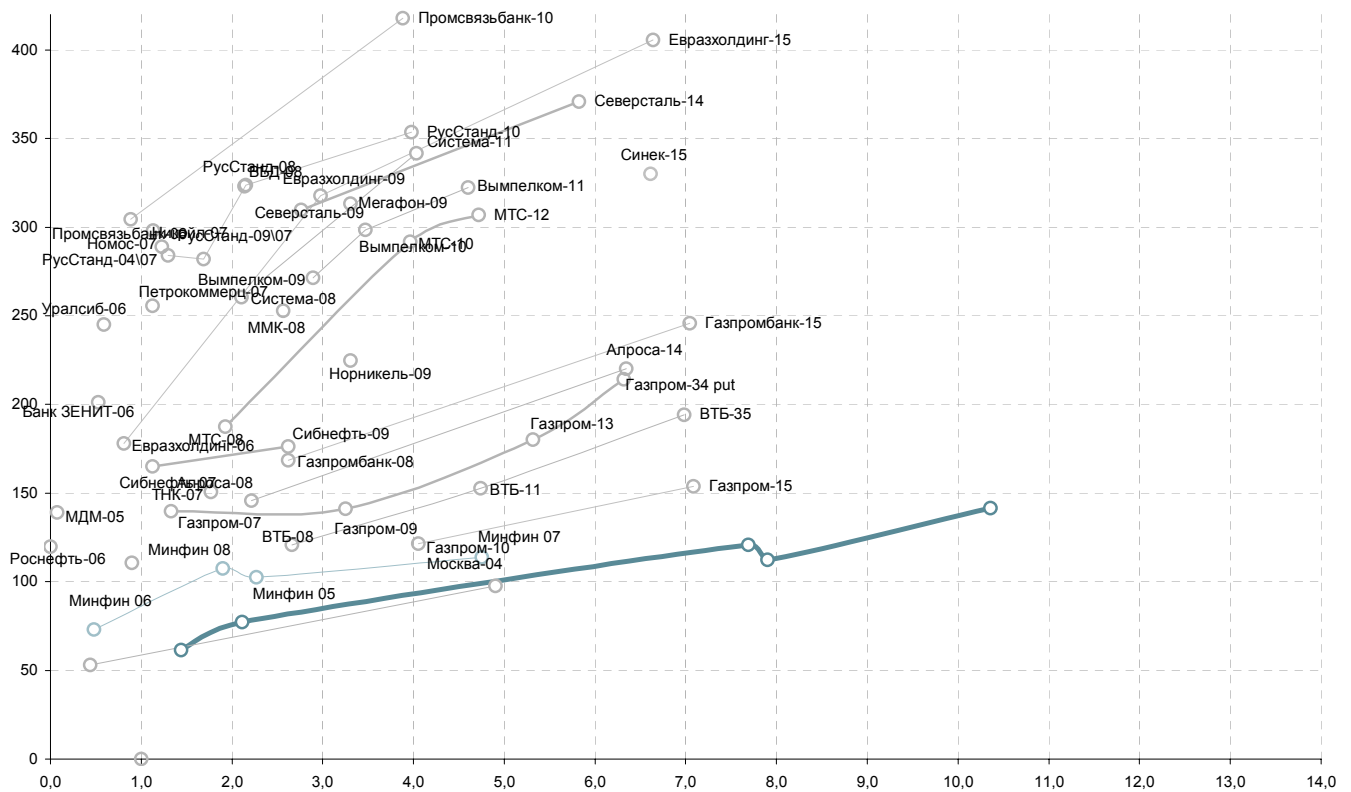
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



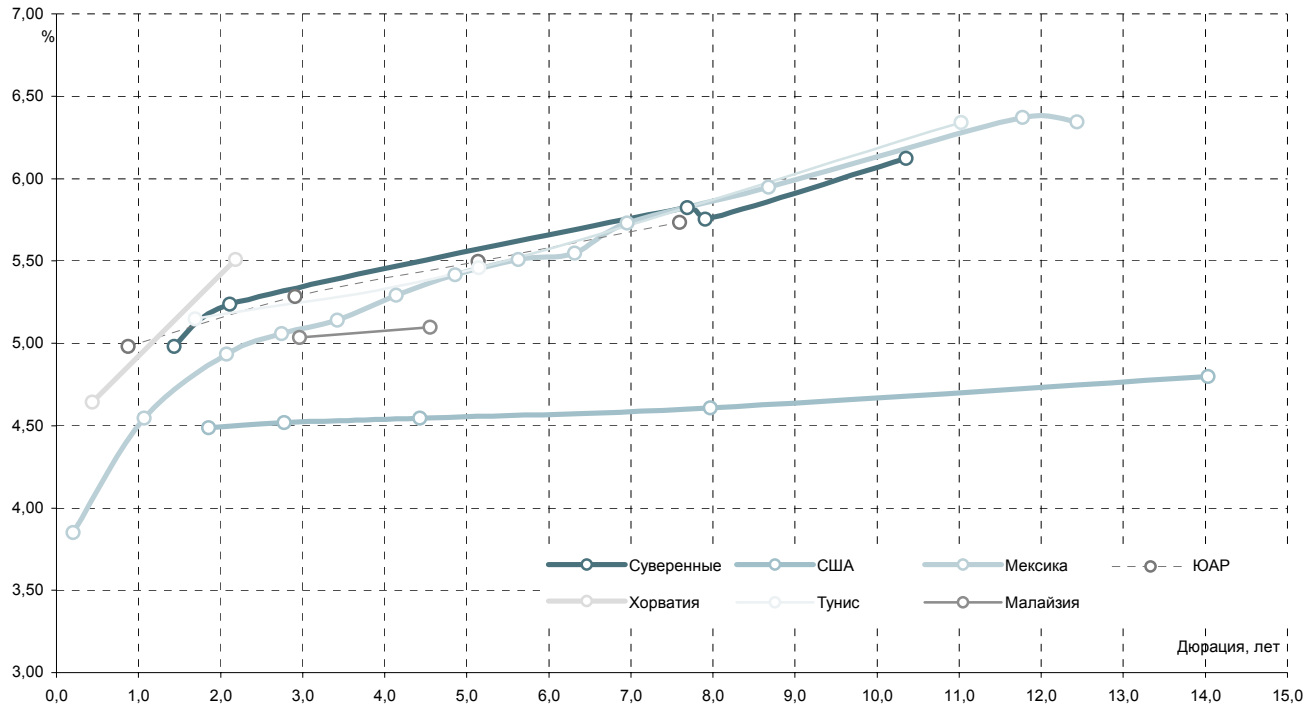
Источник: Bloomberg

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

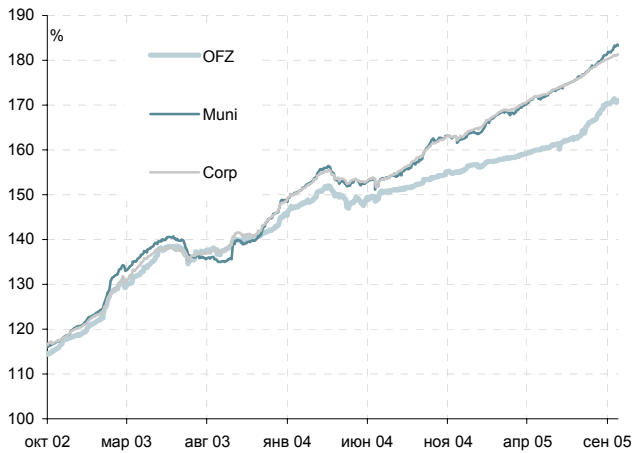
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB-/BBB	107,45	107,64	5,043	1,44	60
Russia-10 \$	3/31/2010	2 820	8,25	Baa2/BBB-/BBB	106,42	106,55	5,217	2,11	198
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB-/BBB	145,81	145,93	5,831	7,69	119
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB-/BBB	180,01	180,51	6,136	10,36	137
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB-/BBB	110,67	110,77	5,759	7,90	97
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Baa2/BBB-/BBB	98,98	99,06	4,977	0,48	61
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB-/BBB	96,35	96,60	4,883	1,90	39
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB-/BBB	93,97	94,18	5,605	2,27	102
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB-/BBB	87,19	87,37	5,765	4,76	113
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB-	105,20	105,29	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB-	114,71	114,96	3,633	3,43	59
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB-	127,73	128,11	5,588	6,34	100
Regional									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa2/BBB-/BBB	103,40	103,47	2,893	0,44	63
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2/-/BBB	111,30	111,42	4,231	4,90	98
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB	104,44	104,58	5,801	1,33	138
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB	115,52	116,02	5,933	3,25	140
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB/BB+	114,51	114,86	4,375	4,06	122
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB	118,59	118,89	6,366	5,31	179
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	105,75	106,25	5,061	7,09	153
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	104,92	105,17	6,645	8,78	199
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB/BB /*+	122,44	122,69	6,818	11,96	202
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba3 /*+/BB-	106,26	106,56	6,021	1,13	162
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba3 /*+/BB-	112,39	112,89	6,268	2,62	175
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB/BB+	108,97	109,37	5,986	1,77	150
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B-	106,98	107,14	5,439	0,90	107
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	106,72	106,97	6,359	1,93	186
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	103,60	103,85	7,452	3,96	291
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	101,72	101,97	7,618	4,72	306
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	B1/BB	108,46	108,71	7,231	2,90	271
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	B1/BB	101,61	101,86	7,508	3,47	297
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	(P)B1/BB	102,71	102,96	7,768	4,60	321
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B2/B+	101,04	101,29	7,659	3,31	313
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	106,72	106,97	7,099	2,11	260
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	104,02	104,50	7,856	4,03	331
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	101,05	101,30	6,77	3,31	224
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	102,38	102,63	7,033	2,57	252
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	102,63	103,13	7,606	2,76	308
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/B+	105,53	106,03	8,281	5,82	369
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	101,60	101,85	7,731	2,14	323
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B	104,81	105,00	5,956	2,22	145
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B	113,79	114,04	6,784	6,35	219
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	102,20	102,33	6,092	0,807	174
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	109,94	110,19	7,696	2,979	317
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	99,72	100,72	7,665	6,61	306
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	5,96	A2/BBB	101,05	101,19	4,859	0,19	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A3/BBB-	100,22	100,47	6,735	3,61	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	103,06	103,31	5,724	2,66	120
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	106,84	107,09	6,076	4,74	152
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A3/BBB-	101,84	102,09	6,724	3,60	125
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	99,76	100,01	6,258	6,98	166
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa1/BB-	102,67	102,92	6,196	2,62	168
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa1	103,77	104,02	6,83	3,26	230
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa1	101,82	102,07	6,91	4,01	237
MDM-05 \$	12/16/2005	200	10,75	Ba2/BB-	100,40	100,42	5,267	0,08	130
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	102,42	102,63	6,155	0,81	171
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B-	101,55	101,69	6,283	0,53	197
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B/B	101,22	101,37	6,731	0,59	241
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	B1/B	101,89	102,19	7,349	1,13	295
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	B1/B	102,23	102,53	6,923	1,12	252
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	B1/NR	102,04	102,23	7,277	1,23	287
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	101,81	102,14	7,237	1,30	282
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,65	101,08	7,286	1,69	281
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	B1/B	102,50	102,63	7,371	0,89	301

Источник: Bloomberg

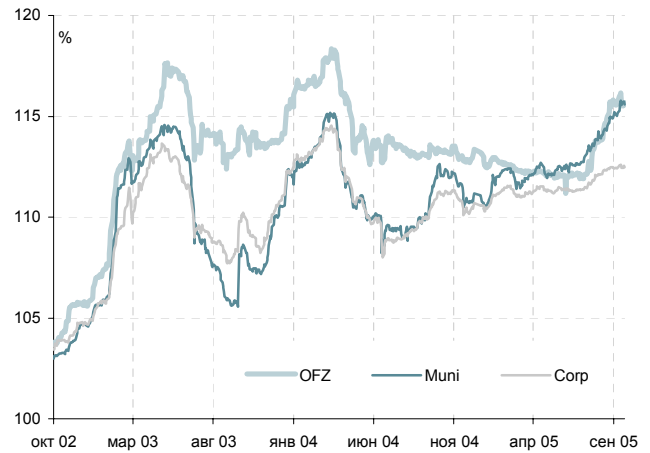
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

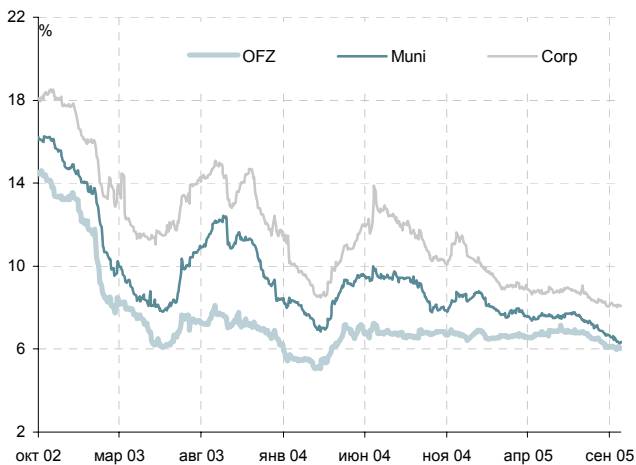
Индекс совокупного дохода



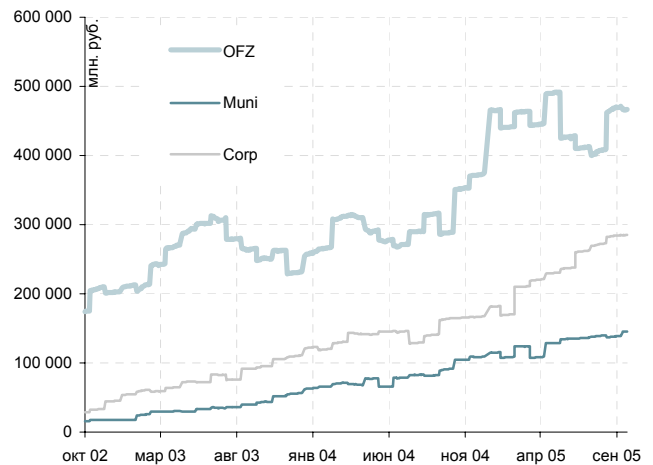
Индекс цен



Динамика доходности



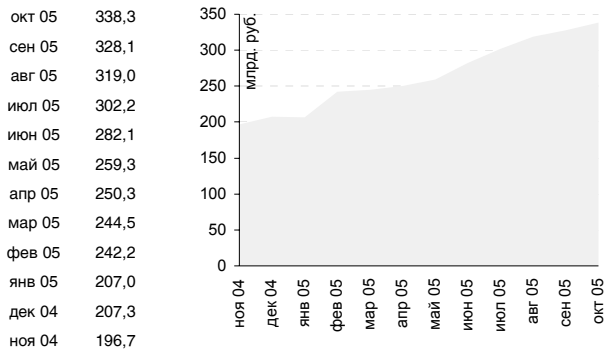
Динамика капитализации



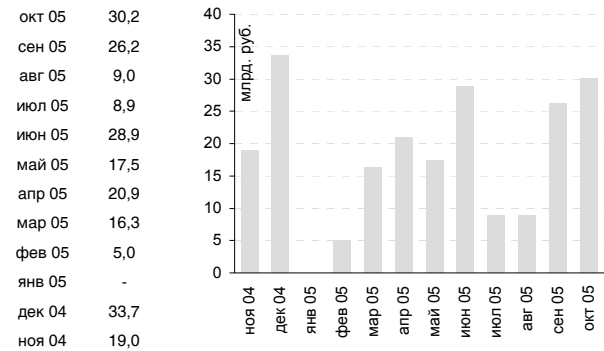
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

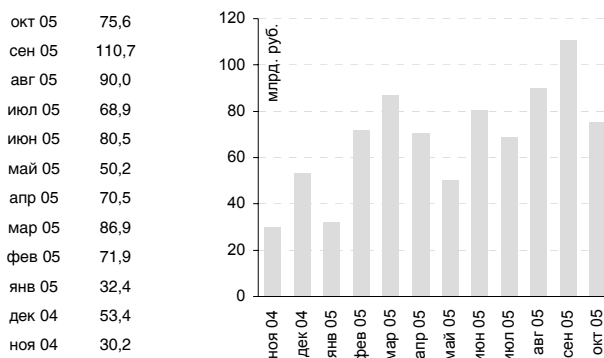
Емкость рынка*



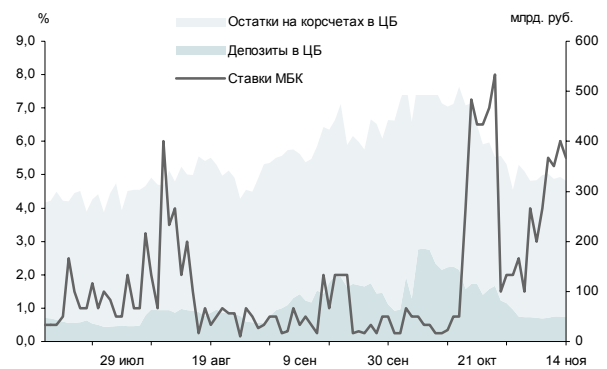
Первичные размещения



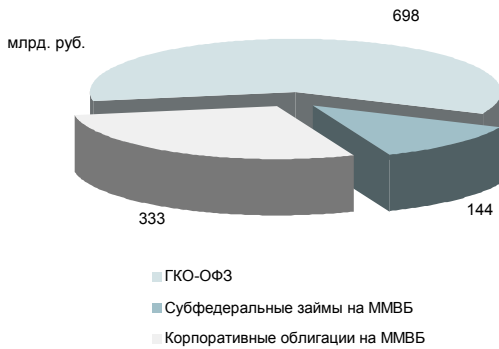
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



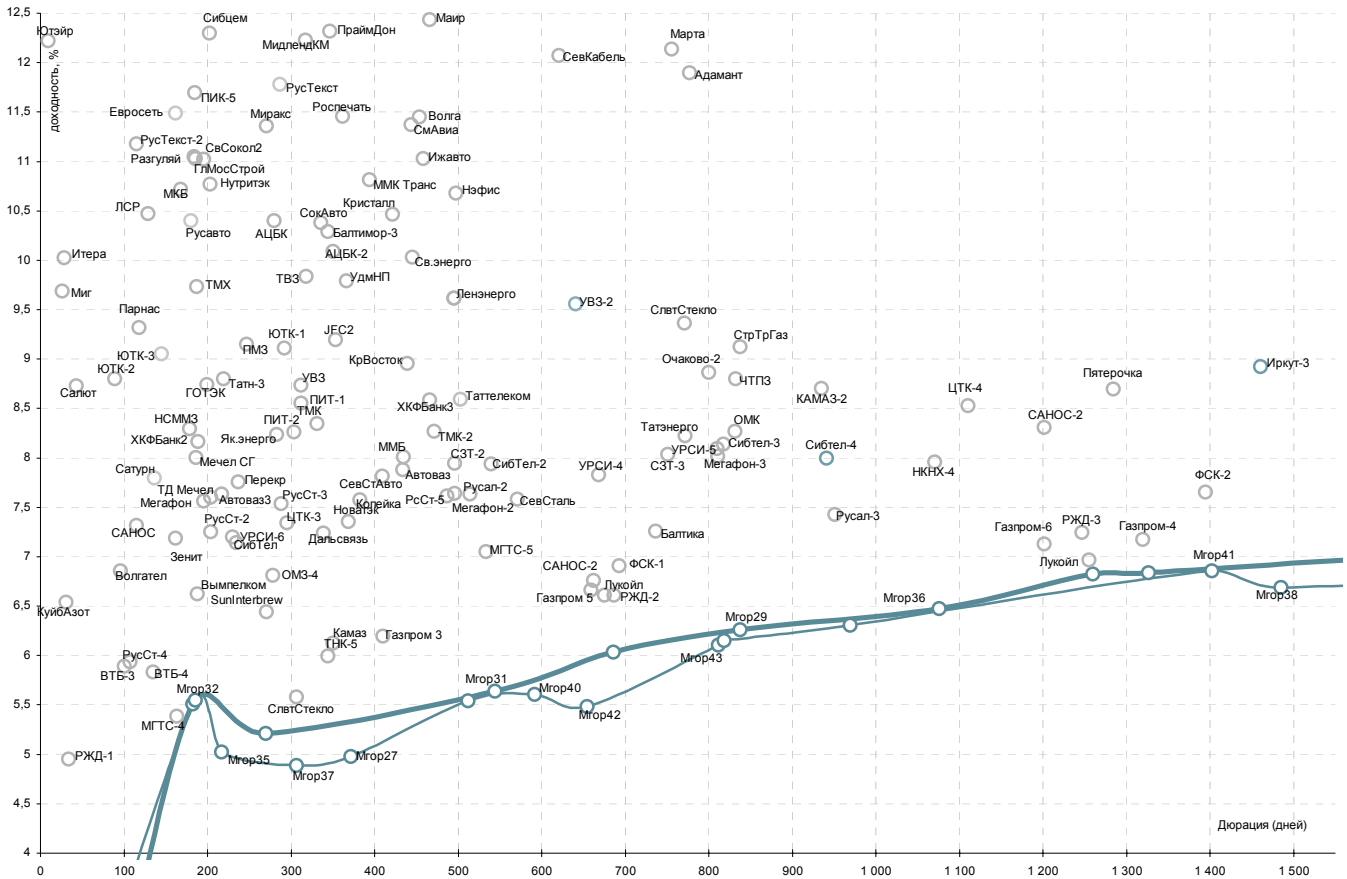
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

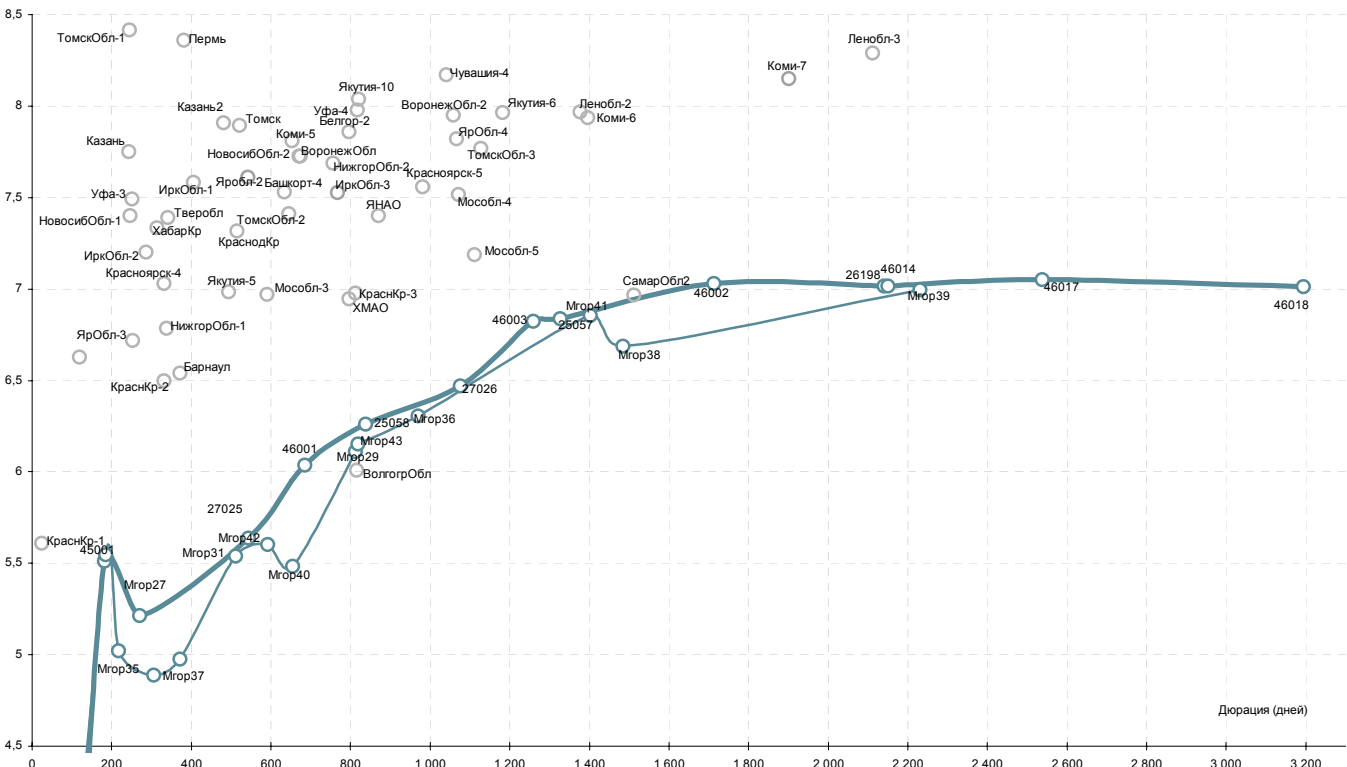
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

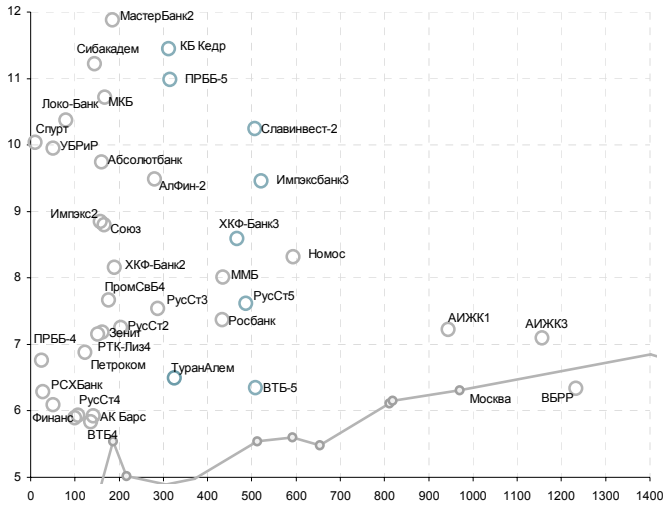


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

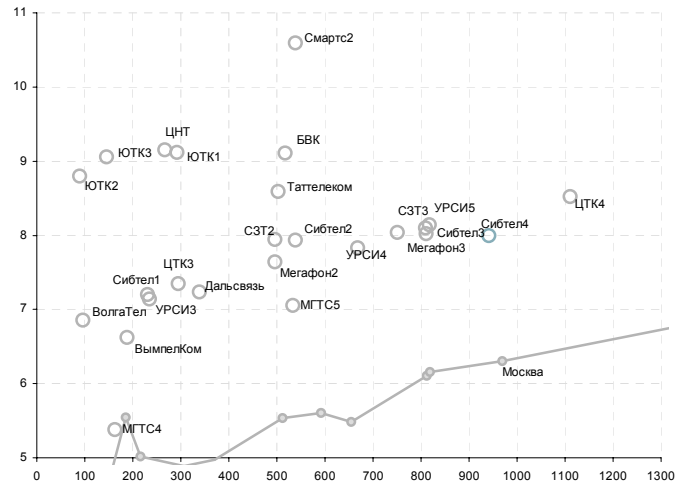


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

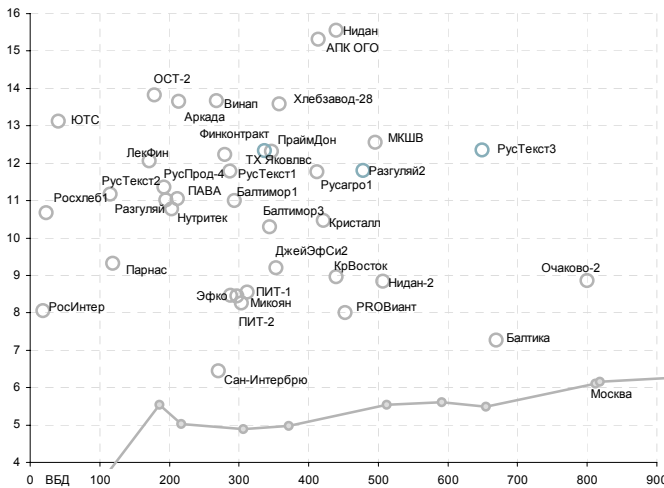
Банки, финансовые услуги



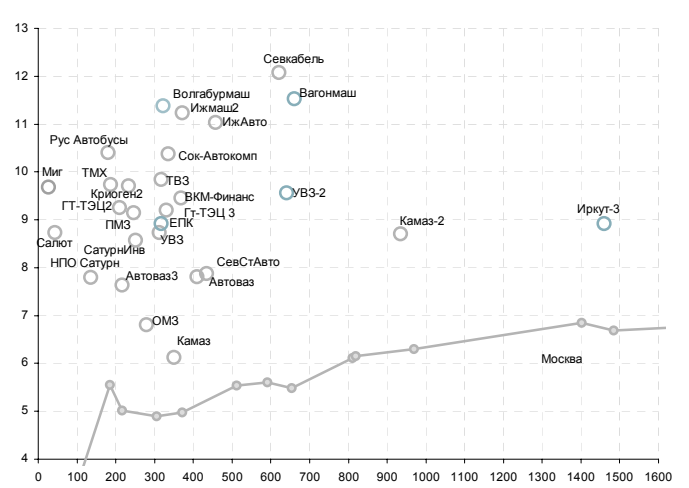
Телекоммуникации



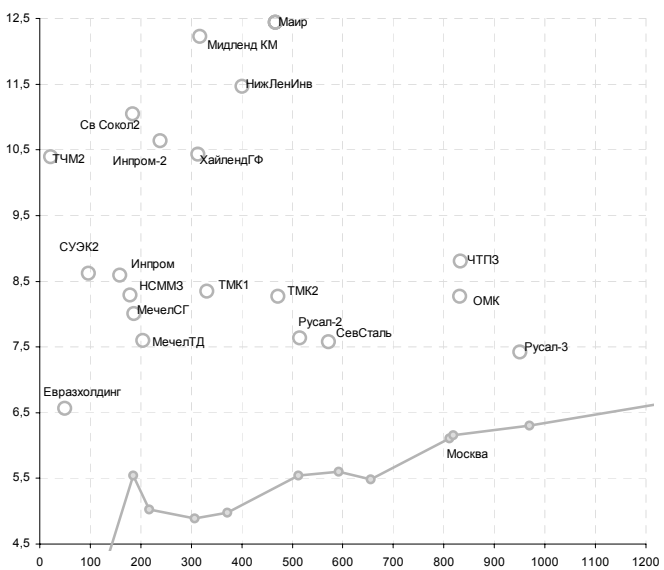
Пищевая промышленность, АПК



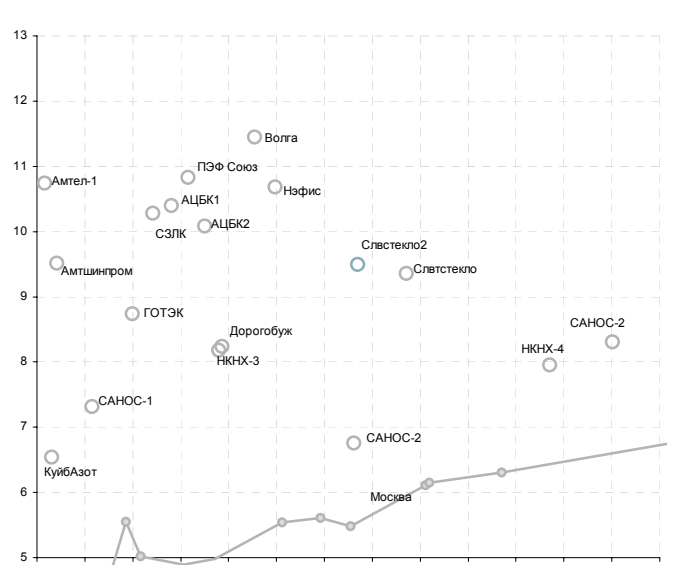
Машиностроение



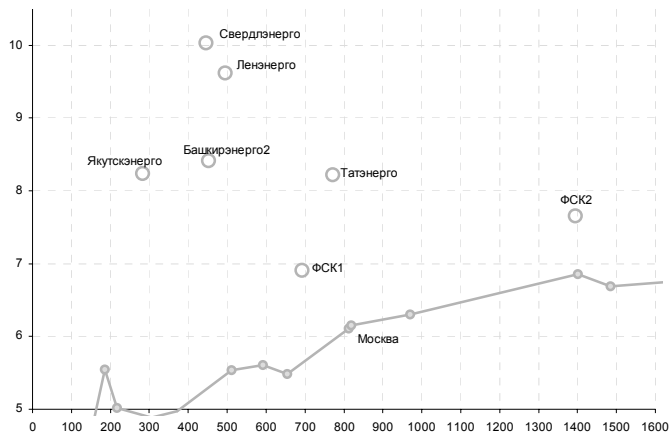
Металлургия, добывающая, трубная промышленность



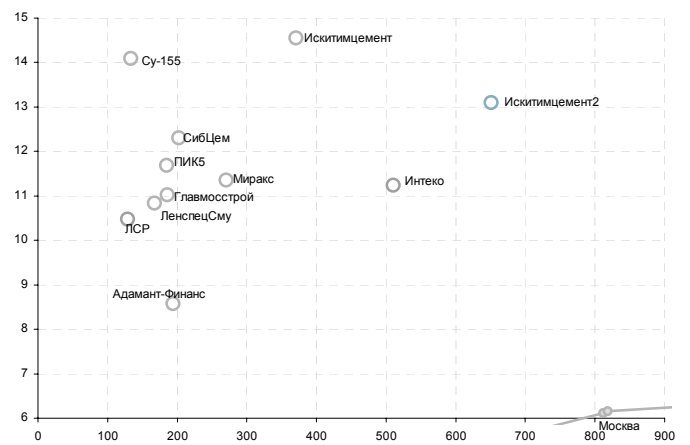
Химическая промышленность, ЛПК



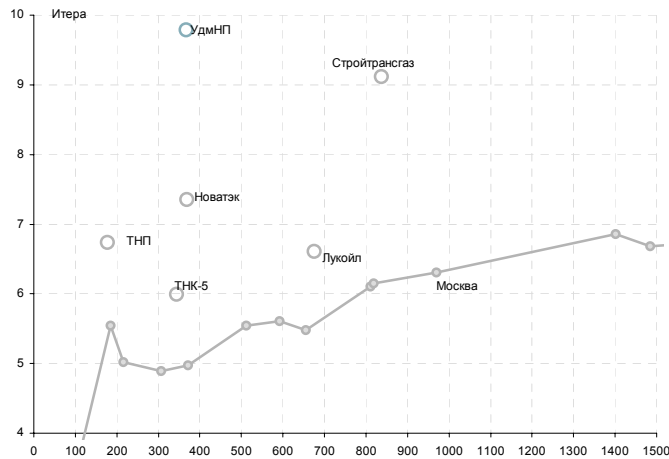
Энергетика



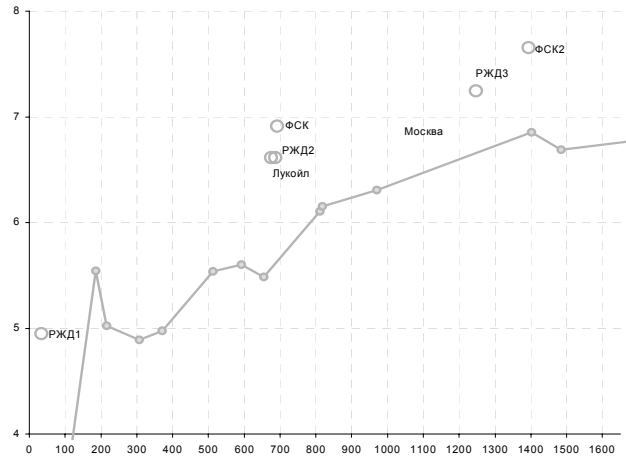
Строительство, стройматериалы



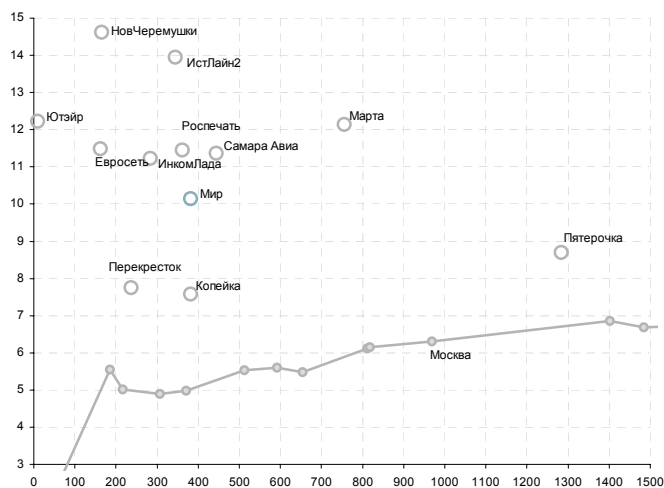
Нефтегазовая отрасль



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.suvorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

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

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

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

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