

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Ежемесячный обзор

### Содержание:

США	2
Еврооблигации России	3
Рынок рублевых облигаций	5
Первичные размещения	7
Приложение	13

Мы ожидаем, что на первых заседаниях следующего года учетная ставка сохранит за собой уровень 5.25%. При этом, до тех пор, пока макроэкономический фон не станет однородным по содержанию, доходности казначейских бумаг продолжат колебаться в диапазоне 4.6-4.8%, отражая тем самым противоречивость суждений о дальнейшей политике ФРС.

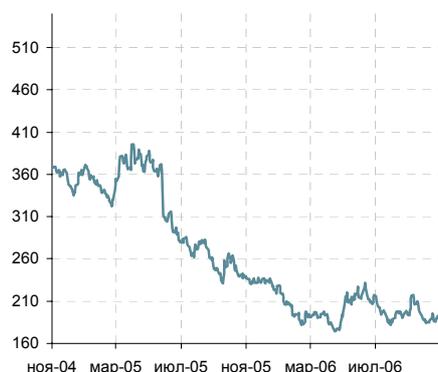
Мы сохраняем целевой уровень по российскому спреду 90 б.п. В список наших рекомендаций в корпоративном секторе входят ТМК-09, Банк Москвы-13, Банк СПб-09.

По крайней мере до середины декабря рынок рублевого долга, по всей видимости, будет пребывать в текущем подавленном состоянии. При этом, возможное обострение дефицита ликвидности в последнюю декаду ноября может подтолкнуть к дальнейшему росту доходности ликвидные выпуски первого – второго эшелонов, в особенности если сохранится давление со стороны первичного рынка.

Рекомендуем инвесторам придерживаться выпусков второго – третьего эшелонов средней дюрации, имеющих потенциал сужения спреда, которые могут выполнить защитную функцию. В частности, среди относительно коротких бумаг интересно выглядит ЮТК-3, на среднем отрезке дюрации по-прежнему интересно смотрится Юнимилк. Из числа длинных выпусков второго эшелона мы отмечаем облигации Дикси, которые с доходностью к погашению на уровне 10.83% годовых (по состоянию на 16.11.2006) выглядят явно перепроданными.

Предстоящие размещения: НТ-Компьютер, М.Видео, Парнас-М, ТООП-Финансы.

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

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

Наталья Толстошеина  
n.tolstosheina@zenit.ru

www.zenit.ru

## США

За прошедший период ситуация на рынке казначейских бумаг принципиально не изменилась: как и ожидалось, доходности UST демонстрировали высокую волатильность в рамках диапазона 4.6-4.8%, реагируя тем самым на выходящую статистику. А она, в свою очередь, по-прежнему оставляет двойственные впечатления. Главный фактор, позволивший вновь громко заговорить о замедлении экономики - это крайне низкие темпы роста ВВП в третьем квартале: согласно первоначальным оценкам американская экономика выросла лишь на 1.6% (прогноз 2%), что является минимальным с первого квартала 2003 года. Позитивных нот внесла также статистика по заказам на товары длительного пользования (0.1%, прогноз 1%), промышленному производству (-0.6%, прогноз -0.1%), и отдельным опережающим индикаторам – чикагскому PMI (53.5 п., прогноз 58 п.) и потребительскому доверию (105.4 п., прогноз 108 п.).

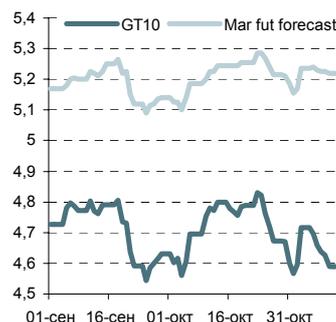
В то же время, остальная статистика оказалась не столь радостной для инвесторов в Treasuries. Особенно, стоит отметить вновь сильный отчет по занятости: уровень безработицы в октябре снизился до очередного минимума 4.4% (ожидания 4.6%). Кроме того, количество созданных рабочих мест в непромышленном секторе было пересмотрено в сторону значительного повышения: 148 тыс. против 51 тыс. за сентябрь, 230 тыс. против 128 тыс. за август.

Что же касается рынка недвижимости, то здесь по-прежнему сохраняется вектор на замедление активности: продажи на вторичном рынке (-1.9%, ожидания -1.2%) и количество разрешений на строительство (-6.2%, ожидания -0.1%) продолжают обновлять 2-3 летние минимумы. При этом порадовавший первичный рынок, где объем строительства новых домов вырос на 5.8%, а объем продаж на 5.3%, не должен вводить в заблуждение. В предыдущем обзоре мы уже останавливались на том, что снижение доходностей UST оказывает определенную поддержку рынку недвижимости через корреляцию с ипотечными ставками. Дополнительным фактором выступает необходимость стимулирования застройщиков покупателей через снижение цен. В частности, в октябре медианная цена на новые дома снизилась в годовом выражении на 9.7% - столь стремительного падения рынок не видел с 1970 года. Подобный факт поддержки в краткосрочной перспективе, на более долгосрочном горизонте имеет все-таки негативный эффект в виде падения прибылей строительных компаний. Примером может служить крупнейший застройщик элитного жилья Toll Brothers, который вместе со слабым отчетом за четвертый финансовый квартал (выручка -10%, объем контрактов -55%) понизил прогноз строительства на текущий год на 10%. Снижение количества заказов отметил еще один крупный строитель Beazer, чистая прибыль которого упала на 44%.

Накал инфляционных страстей в октябре, хотя и начал снижаться, все равно не позволяет говорить о достижении комфортных целей. Как неоднократно подчеркивалось руководителями ФРС, приемлемым уровнем для базовых инфляционных индикаторов мог бы служить диапазон 1-2%, однако как индекс потребительских цен (2.7%), так и индекс потребительских расходов (2.4%) по-прежнему вызывают беспокойства.

На столь неоднозначном фоне неудивительно, что заявления представителей ФРС расходятся по тону выступлений. Так главы ФРБ Далласа и Кливленда высказали осторожный прогноз о снижении инфляционного прессинга, в то время как председатель чикагского банка Москоу, который станет голосующим членом комитета с января, успел неоднократно заявить о необходимости активной борьбы с инфляцией. И он не одинок в своей позиции – глава ФРБ Ричмонда Джеффри Лаккер в октябре второй раз подряд проголосовал за повышение ставки, а общий тон чиновников на заседании, судя по стенограмме, сводился к инфляционной проблематике. Все это подтверждает наше мнение о том, что, несмотря на периодически появляющийся оптимизм у инвесторов, рассуждения чиновников относительно ставки продолжаются, скорее, в плоскости «сохранение–повышение». Мы по-прежнему считаем, что в ближайшее время ставка останется неизменной. Как долго будет сохраняться status-quo, конечно, зависит от того, насколько быстро реализуется сценарий с замедлением инфляционных индикаторов, но мы уже отмечали, что ФРС в последнее десятилетие более сдержанна в смене политики, и процесс мониторинга составляет не менее полугодия. Исходя из этого, мы ожидаем, что на первых заседаниях следующего года учетная ставка сохранит за собой уровень 5.25%. При этом, до тех пор, пока макроэкономический фон не станет однородным по содержанию, доходности казначейских бумаг продолжат колебаться в диапазоне 4.6-4.8%, отражая тем самым противоречивость суждений о дальнейшей политике ФРС.

Динамика доходности UST10 и мартовского фьючерса на ставку



Источник: Bloomberg

## Еврооблигации России

Вторая половина октября - начало ноября никоим образом не изменили характер торгов на развивающихся рынках. Вернувшись в середине месяца в диапазон 185-195 б.п., спрэд EMBIG Composite так и остался балансировать в узком диапазоне. При этом подавляющая часть бондов попросту следовала за базовыми активами: портфель EMBIG мог принести совокупный доход 26% годовых. Очевидным же лидером за прошедший период стал Эквадор, где в первом туре выборов вопреки всем прогнозам пальму первенства получил бизнесмен Нобоа, которого рынок воспринимает более благосклонно, нежели кандидата от левых сил Корреа. В результате совокупный доход по EMBIG Ecuador составил около 120% годовых.

Отражение динамики базовых активов было свойственно и российскому сегменту: по итогам месяца суверенный спрэд так и остался на уровне 110 б.п. (total return 22% годовых), бенчмарк Россия-30 при этом выросла на 100 б.п. до 112.5% (YTM 5.71%). Таким образом, наши ожидания сужения спреда пока так и остаются на уровне прогнозов. Тем не менее, мы не видим причин для изменения своего суждения: мы по-прежнему полагаем, что состоявшиеся повышения рейтингов все еще не отражены в текущем уровне. В частности, спрэды традиционных для России ориентиров с аналогичными рейтингами (ЮАР, Тунис) сейчас составляют 90 б.п., и мы считаем данный уровень справедливым для российского сегмента, тем более, что ранее он неоднократно уже достигался.

В корпоративных бумагах динамика большинства выпусков была также положительной, хотя и менее выраженной (total return по индексу RUBI 17%), что объясняется сохраняющимся навесом первичного предложения. Из состоявшихся размещений одним из наиболее интересных стал выпуск Казаньоргсинтез-11 объемом 200 млн. долл., размещенный с купоном 9.25%. Накануне аукциона мы оценивали справедливый уровень исходя из доходности НКНХ-15 (премия 60-70 б.п.), на уровне 8.8-8.9%, с чем, судя по всему, согласно большинству инвесторов – КзОС-11% вырос на вторичных торгах до 101.3% (YTM 8.91%).

Мы также отмечаем недавнее размещение 3-летних бумаг Банка Санкт-Петербург с доходностью 9.5%. На текущий момент Банк сопоставим с Абсолютом и Сибкадамом как по рейтингам (B1/B), так и по размеру активов, тем не менее, отличается низкой достаточностью капитала, а также менее качественным кредитным портфелем. Кроме этого, Абсолют и Сибкадем демонстрируют более динамичный рост, к тому же последний находится в стадии объединения с Улавнешторгбанком (активы 17.9 млрд.). Поэтому мы понимаем необходимость премии, однако уровень в 70-80 б.п. представляется нам завышенным, и мы ожидаем ее снижения на 40 б.п.

### Основные показатели деятельности банков

на 01.07.06, млрд. руб.	Рейтинг	Активы	Динамика активов с начала года	СК	Динамика СК с начала года	Достаточность капитала	Кредитный портфель	Потери/КП
Абсолют	B1поз/B	41,3	51%	4,8	59%	14%	21,60	0,01%
Банк СпБ	B1поз/B	37,9	24%	4,1	35%	12%	28,50	1,10%
Сибкадем	B1поз/B	36,4	29%	5,5	39%	17%	23,10	0,09%

Источник: РБК

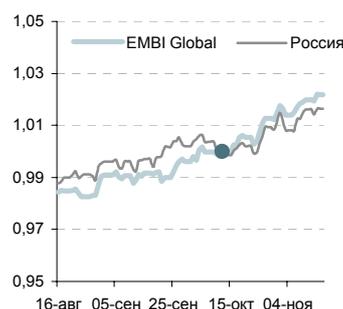
Между тем, на вторичном рынке, мы стали свидетелями реализации данных ранее рекомендаций. Так евробонд ГМК НорНикеля-09 начал торговаться на одном уровне с кривой ТНК-ВР (-60 б.п. по доходности), при этом образовавшийся спрэд к кривой Газпрома в 50 б.п. при эквивалентных рейтингах, на наш взгляд, в полной мере отражает квазисуверенный статус последнего. В числе лидеров прошедшего месяца оказались также бумаги МТС-12: рекомендуя евробонд к покупке, мы полагали, что премия к Вымпелкому на уровне 50 б.п. завышена и должна сократиться до 10-20 б.п., что, собственно говоря, и произошло. Что же касается полного исчезновения спреда, то данный факт связан с появившейся в начале ноября информацией, опубликованной в FT Deutschland, о том, что АФК «Система» ведет переговоры о приобретении 10-20% акций Deutsche Telekom.

В секторе банковских бондов реализовавшейся идеей стала покупка субординированного РСХБ-16 с расчетом на сокращение спреда к кривой старших бумаг с 55 б.п. до 30 б.п. Несмотря на квазисуверенный статус банка, мы допускаем, что в отличие от кривой ВТБ выпуск РСХБ может иметь определенную премию в связи с меньшими масштабами бизнеса.

Среди оставшихся рекомендаций вплотную к реализации нашего сценария постепенно приближается БанкМосквы-13: его спрэд к РСХБ-13 с 90 б.п. сократился до 55 б.п. Исторически средний спрэд между более короткими выпусками данных банков составляет порядка 40 б.п., в связи с чем мы рекомендуем фиксировать прибыль в БанкеМосквы-13 при сокращении премии до 40-50 б.п.

Таким образом, из наших предыдущих рекомендаций остается покупка еврооблигаций ТМК-09. Как мы и ожидали, IPO компании прошло на «Ура»: в ходе размещения было про-

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	2,2%	188	-3
Argentina	6,5%	282	-19
Brazil	1,8%	215	3
Bulgaria	2,1%	74	-5
Chile	1,7%	77	-5
China	1,5%	57	-6
Columbia	2,1%	181	10
Ecuador	10,3%	508	-106
Hungary	2,6%	59	-15
Malaysia	2,1%	71	-14
Mexico	1,8%	129	0
Morocco	0,5%	72	-11
Nigeria	0,2%	26	-261
Peru	2,2%	140	-6
Philippines	2,5%	194	-8
Poland	1,6%	54	-5
Russia	1,6%	111	3
South Africa	1,6%	85	-8
Turkey	2,1%	230	-1
Ukraine	1,9%	177	-24
Uruguay	3,4%	214	-9
Venezuela	2,2%	225	-2

Источник: J.P. Morgan

дано 23% акций за 1.07 млрд. долл., и с этого момента капитализация компании выросла на 25%. При этом менеджмент компании не преподнес неприятных сюрпризов: как и было озвучено ранее, вырученные средства были использованы для погашения задолженности, возникшей в процессе выкупа акций у прежних акционеров в лице МДМ-Групп. Хотя агентство S&P пока не готово повышать рейтинг ТМК, убрав лишь негативный прогноз, Moody's уже заявило о возможности пересмотра текущего рейтинга. В этой связи мы подтверждаем свои ожидания по снижению премии выпуска к евробондам металлургов Северстали и Ев-разу до 50-70 б.п. (текущий 80 б.п.).

## Рынок рублевых облигаций

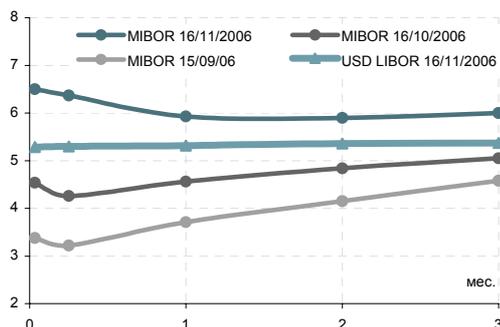
Если в начале октября рынок рублевого долга преимущественно стагнировал, то вторая половина месяца принесла заметное охлаждение в общей настрой инвесторов. Причина слабости рынка, продолжающейся до сих пор, в общем-то очевидна: затяжной кризис ликвидности на денежном рынке, начавшийся в период октябрьских налоговых платежей и не исчерпавший себя с началом нового месяца. На фоне острой нехватки рублей активность в рублевых облигациях была довольно низкой, а котировки ликвидных бумаг и ОФЗ неуклонно снижались, хотя массивных продаж и не было: с начала ноября ценовые индексы ZETBI Corp10 (голубые фишки), ZETBI Muni (субфедеральные серии) и ZETBI OFZ (госбумаги) потеряли в весе 15 – 37 б.п. При этом во втором – третьем эшелонах рынка давление продавцов было менее ощутимым на фоне сокращения инвесторами дюрации портфелей и перекладки в защитные выпуски средней дюрации, что, в частности, нашло отражение в более скромном снижении по индексу всего корпоративного сегмента ZETBI Corp (-7 б.п.).

Вообще, ситуация, сложившаяся на денежном и долговом рынках в октябре – ноябре, отчетливо вызывает эффект «дежавю»: все это мы уже видели ровно год назад. Тогда точно так же во время октябрьских налоговых платежей ставки на межбанке вырастали до 8% - 10%, а в ноябре, после того, как налоговые выплаты остались позади, так и не опустились ниже 6%. В обоих случаях реакция долгового рынка была одинаковой: падение ликвидности и медленное «сползание» котировок ликвидных бумаг.

Что интересно, причины кризиса, как сейчас, так и год назад, похоже, тоже были довольно близкими. В обоих случаях имела место довольно существенная переоценка перспектив укрепления рубля: год назад как результат разочарования рынка в бездействии ЦБ по поводу принятия мер по контролю инфляции, а сейчас уже как следствие впечатляющих результатов предпринятых ранее действий. В октябре индекс потребительских цен оказался ниже большинства прогнозов, прибавив всего 0.3% (0.6% в октябре 2006), что соответствует 7.5% за январь – октябрь и позволяет говорить о первоначальной цели регулятора по инфляции на 2006 год (9%) как о достижимой. На этом фоне надежды на дальнейшие шаги ЦБ по укреплению курса рубля к бивалютной корзине с каждым днем становятся все прозрачней.

Пересмотр ожиданий на валютном рынке, по всей видимости, повлек за собой массовое закрытие банками коротких позиций по доллару и высокий спрос на валюту. Как следствие, ЦБ, обычно скупающий валюту от экспортной выручки и наполняющий финансовую систему рублями, во второй половине октября оказался не в числе самых активных участников валютного рынка, чему, ко всему прочему, способствовало и снижение нефтяных цен в предыдущие месяцы. За две недели с 13 по 29 октября рост золотовалютных резервов составил всего 2.6 млрд. долл., тогда как за аналогичный период в сентябре – 7.6 млрд. долл. Если в конце сентября дневной оборот по сделкам TOD и TOM на внутреннем валютном рынке превышал 4 млрд. долл., то в конце октября он редко доходил до 2.5 млрд. долл.

Кривая рублевых (MIBOR) и долларовых (USD LIBOR) ставок:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Остатки на корр. счетах и депозитах в ЦБ и ставки МБК:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Присутствовавшие на рынке ожидания роста ликвидности с началом нового месяца не оправдались: ставки однодневных кредитов в ноябре прочно закрепились на уровне однодневного РЕПО ЦБ, около 6%, и кривая коротких рублевых процентных ставок (на примере MIBOR) стала практически плоской. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе ситуация на денежном рынке вряд ли изменится в лучшую сторону, учитывая, что не за горами очередной период налоговых платежей. Надежды на приток рублей в финансовую систему в декабре главным образом связаны с расходованием средств, накопленных на счетах бюджетополучателей, которые должны быть потрачены до конца года. Объем запланированных, но не осуществленных расходов (разница между суммой расходов по финанси-

Динамика ценовых индексов ZETBI в октябре – ноябре



Источник: Банк ЗЕНИТ

рованию и по кассовому исполнению), исходя из оценки исполнения бюджета за январь-октябрь, составляет 837 млрд. рублей. В то же время, судя по опыту прошлого года, приток бюджетных средств можно ожидать не раньше второй половины декабря.

**В** целом, по крайней мере до середины декабря рынок рублевого долга, по всей видимости, будет пребывать в текущем подавленном состоянии. При этом, возможное обострение дефицита ликвидности в последнюю декаду ноября может подтолкнуть к дальнейшему росту доходности ликвидных выпусков первого – второго эшелонов, в особенности если сохранится давление со стороны первичного рынка: на настоящий момент объем предложения в корпоративном сегменте до конца месяца мы оцениваем на уровне 35 млрд. рублей.

При подобном раскладе мы рекомендуем инвесторам придерживаться выпусков второго – третьего эшелонов средней дюрации, имеющих потенциал сужения спреда, которые могут выполнить защитную функцию. В частности, среди относительно коротких бумаг интересно выглядит ЮТК-3, торгующийся с доходностью (8.58% на 14.11.2006) выше более длинного ЮТК-4 (8.44% на 15.11.2006). При этом, ЮТК-4 на наш взгляд также еще не до конца исчерпал потенциал сужения спреда к кривой Сибирьтелекома, целевой уровень которого мы оцениваем в 50 б.п. (сейчас около 60 б.п.). Кроме того, на среднем отрезке дюрации по-прежнему интересно смотрится Юнимилк (УТМ 9.96%, спред к ОФЗ 375 б.п.), недооцененный относительно ВБД-2 (УТМ 8.24%, спред к ОФЗ около 205 б.п.).

Из числа длинных выпусков второго эшелона мы отмечаем облигации Дикси, которые с доходностью к погашению на уровне 10.83% годовых выглядят явно перепроданными. Мы оцениваем справедливый спред к ОФЗ по выпуску в 360-390 б.п. Данный спред, на наш взгляд, полностью учитывает все риски, присущие компании, и соответствует доходности около 10% (см. кредитный комментарий по компании в нашем ежедневном обзоре от 15.11.2006).

## Прошедшие размещения

Дата размещения	Выпуск	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / оферты	Доходность к погашению / оферте, % годовых	Прогноз Банка ЗЕНИТ	Организатор / Синдикат по размещению
17 окт	Инвесткомпания Рубин-1	1 200	3 года / 1 год	- / 12.52%	11.7% - 12.2%	Банк ЗЕНИТ, Банк Москвы / АйСиАйСиАй Банк Евразия, Оргрзсбанк, ИБ Веста, КБ Рублев, КБ Соцгорбанк, УК СОЛИД-Менеджмент
18 окт	ХКФ-4	3 000	5 лет / 2 года	- / 10.33%	10% - 10.25%	Райффайзенбанк, ING Bank / Дойче Банк, Ситибанк, Росбанк, ИГ Капиталь, ИГ Атон, Банк Союз, Уралсиб, Эйч-Эс-Би-Си Банк, Траст
19 окт	Единая Европа-1	1 200	4 года / 2 года	- / 11.04%	10.8% - 11.3%	ИК Еврофинансы, ТранскредитБанк / МММБ, АК Барс Банк, МКБ, ФК Уралсиб
23 окт	ПФПГ-Финанс-1	1 100	3 года / 1 год	- / 10.57%	-	Пермская фондовая компания / ЗАКРЫТАЯ ПОДПИСКА
24 окт	Сибкадембанк-5	3 000	5 лет	- / 10.3%	10% - 10.5%	Газпромбанк, Ситибанк / Дойче Банк, Абсолют Банк, ММБ, Русский банк развития, ИНГ Банк (Евразия), Россельхозбанк, РТК-Брокер и Банк Союз
24 окт	Промтрактор-Финанс-2	3 000	5 лет / 3 года	- / 11.04%	-	Ак Барс Банк, Газпромбанк / Транскредитбанк, Абсолютбанк, Балтийское финансовое агентство, Банк Союз, ВТБ, ИК Капиталь, Оргрзсбанк, Райффайзенбанк, Росбанк, ИК Солид, ИГ Регион, ИК Русс-Инвест
25 окт	Уральский лизинговый центр-1	1 000	3 года / 1года	- / 11.83%	11.5 - 11.8%	Уралсиб, Банк ЗЕНИТ / Альпинэкс, Банк Ноосфера, ИК Расчетно-фондовый центр, Сибкадембанк
25 окт	Самохвал-1	1 500	3 года / 1.5 года	- / 11.73%	12.2% - 12.7%	Атон / Московский залоговый банк.
26 окт	Содружество-Финанс-1	2 500	3 года	- / 10.72%	-	Райффайзенбанк / Дойче Банк, МДМ-Банк, Связь-Банк ВТБ-24, Банк Союз, ММБ
26 окт	Жилсоципотека-Финанс-1	600	3 года / 1 год	- / 11.83%	-	ТранскредитБанк / ИК Ист Кэпитал, ИК Русс-Инвест, ИФК РИГрупп-Финанс, Руссобанк, КБ Рублев
26 окт	Группа Джей Эф Си-1	2 000	5 лет / 2 года	- / 9.46%	-	Уралсиб, АБН АМРО Банк / Альфа-Банк, ММБ, Балтийское Финансовое Агентство, ВТБ-24, Еврофинанс Моснарбанк, КИТ Финанс, МКБ, Банк Санкт-Петербург, Сибкадембанк, Соцгорбанк, КБ Стройкредит,
26 окт	БелазКомплект Плюс-1	500	3 года / 1.5 года	- / 13%	-	Росбанк / Норд-Капитал, ГК Регион, РИГрупп-Финанс
27 окт	Банана-Мама-1	1 000	3 года / 1 год	- / 11.57%	10.8% - 11.2%	Тройка Диалог, Банк ЗЕНИТ / Ак Барс Банк, Московский Кредитный Банк, Номос-Банк, ФК Ноосфера, Банк Рублев, Татфондбанк
2 ноя	Газпром А7	5 000	3 года	6.91%	-	Ренессанс Капитал, Росбанк / Абсолют Банк, Кредит Свисс, МДМ-Банк, Ситибанк, ФК Уралсиб, Ханты-Мансийский Банк, Эйч-Эс-Би-Си Банк
2 ноя	Газпром А8	5 000	5 лет	7.12%	-	Ренессанс Капитал, Росбанк / Абсолют Банк, Кредит Свисс, МДМ-Банк, Ситибанк, ФК Уралсиб, Ханты-Мансийский Банк, Эйч-Эс-Би-Си Банк
3 ноя	Дымовское колбасное производство-1	800	3 года / 1.5 года	- / 11.29%	11.3% - 11.6%	Банк ЗЕНИТ / ВТБ-24, Оргрзсбанк, Банк Союз, ИБ Веста, НРБ, КБ Рублев, ИК Универ, ММБ
8 ноя	Протек-Финанс-1	5 000	5 лет / 1.5 года	- / 9.1%	9.5%-9.8%	Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал / Морган Стэнли Банк, Дойчебанк, Ситибанк, ММБ, Коммерцбанк (Евразия), Банк Союз, Абсолют Банк, ВТБ-24, ИГ Капиталь, Росбанк, Тройка Диалог, АБН-АМРО Банк,
9 ноя	КБ Центр-Инвест-1	1 500	3 года / 1 год	- / 10.25%	-	Росбанк / Банк Москвы, ОргрзсБанк, Абсолютбанк, Номос Банк, ИБ Траст, AG Capital, ИнвестСберБанк
9 ноя	Сорус Капитал-1	1 200	3 года / 1 год	- / 10.6%	-	Банк Союз / ВТБ, Ак Барс Банк, ММБ, Райффайзенбанк, Связь-Банк, Еврофинанс Моснарбанк, КИТ Финанс, ИК Расчетно-фондовый центр, КБ Рублев, ИФК СОЛИД, ФК Уралсиб, ИБ Траст
10 ноя	Терна-Финанс-2	1 500	5 лет / 1 год	- / 13%	12% - 12.5%	Банк Москвы / АКБ Электроника, ИК Алор, ИК Ист-Кэпитал, ФК Мегатрастойл, МКБ, ММБ, ИК Норд-капитал, АБ Оргрзсбанк, ИК Русс-инвест, АКБ Руссобанк, КБ Соцгорбанк, АИКБ Татфондбанк, АКБ Транскапиталбанк
14 ноя	Сахарная компания-1	2 000	3 года / 1.5 года	- / 13.16%	-	МДМ-Банк /
15 ноя	ПТПА - Финанс-1	500	3 года / 1 год	- / 12.68%	-	БК Регион / Банк Москвы, Банк Национальный стандарт, ММБ, Сургутнефтегазбанк, Татфондбанк, Банк ЦентроКредит, ИК Русские Фонды, Соцгорбанк
15 ноя	Банк ЗЕНИТ-3	3 000	5 лет / 1 год	- / 8.63%	-	Банк ЗЕНИТ / Эйч-эс-би-си Банк, Ситибанк, ИК Капиталь, РБР ИНГ Банк, ММБ, Номос-Банк, БинБанк, ФК Ноосфера, Райффайзенбанк ФК Фоника Финанс, ЕврофинансМоснарбанк
15 ноя	ТехноНиколь-Финанс-1	1 500	3 года / 1.5 года	- / 10.25%	-	Росбанк, ММБ / Со-организаторами выпуска являются: ИФД Капиталь, БК Регион, Сибкадембанк, Алор Инвест, КИТ Финанс, МКБ, ИФК Солид, Соцгорбанк, Банк Союз
15 ноя	Московский залоговый банк	800	3 года / 1 год	- / 11.99%	-	Газпромбанк / ИФК РИГрупп-Финанс, Балтийское финансовое агентство Абсолют Банк, Меткомбанк, БК Регион, ИК Русс-инвест, Ханты-Мансийский Банк

## Предстоящие размещения

В конце месяца планируется размещение 3-летних CLN НТ-Компьютер, одного из крупнейших производителей и продавцов компьютерной техники.

В России рынок компьютерных технологий, несмотря на бурный рост в последние годы, сохраняет потенциал: по сравнению с развитыми странами, где уровень компьютеризации составляет порядка 80%, в России лишь каждый третий является пользователем ПК. Хотя в связи с высокой дифференциацией доходов населения вряд ли стоит говорить о возможности достижения уровня развитых стран, дополнительную поддержку рынку оказывает сегмент уже существующих пользователей (в том числе и корпоративных), модернизирующих периодически устаревающее оборудование. В результате, если мировой рынок в целом растет на 3-5% в год, то ежегодный прирост российского рынка составляет 25-30%. Несмотря на лидирующие позиции НТ-Компьютер (доля рынка 13%), одним из главных рисков для компании, на наш взгляд, является высокая конкуренция со стороны брэнд-марок (пример Формоза, HP), а также более дешевого по цене оборудования, в большинстве своем реализуемого через интернет-магазины.

С точки зрения продуктовой линейки компании, стоит отметить все возрастающую конкуренцию со стороны более динамичного рынка ноутбуков: за последние 5 лет доля в общем объеме продаж выросла с 4% до 18%. При этом по мере выравнивания цен на настольные ПК и ноутбуки, доля последних в общем объеме продаж продолжит расти.

На данный момент группа не имеет международной отчетности, при этом если вся выручка в прошлом году по РСБУ проходила по одной компании ЗАО «НТ-Компьютер», то в текущем практически половина продаж проходит по ООО «Полярис». Положительным фактором является участие обеих компаний в структуре займа - в качестве заемщика и поручителя соответственно. Объем продаж группы продолжает динамично расти: по итогам 2005 года выручка выросла на 36% до 9.4 млрд. рублей. За девять месяцев текущего года объем продаж составил 8.9 млрд. рублей, и, по оценкам компании, с учетом предновогоднего бума превысит уровень 2005. Негативным моментом с точки зрения финансовой устойчивости является крайне низкая эффективность бизнеса: операционная рентабельность по группе за 9 месяцев составила порядка 0.6% (0.99% в 2005 году). Кроме этого, обеспечение интенсивного роста приводит к дальнейшему росту долговой нагрузки: общий долг компании оценивается в районе 1 млрд. рублей, что означает коэффициент долг/операционная прибыль на уровне 13.4. При этом, как мы понимаем все средства от CLN на сумму 50 млн. долл. будут использованы на расширение бизнеса и финансирование операционной деятельности, в результате чего показатель долговой нагрузки может вырасти до еще более существенных уровней.

В российском сегменте еврооблигаций как таковых аналогов для компании не существует. Наиболее близким мог бы служить выпуск Ситроникс-09 (YTM 8%), но он имеет международные рейтинги, публикует консолидируемую отчетность по МСФО, является одним из ключевых подразделений АФК Система, к тому же с точки зрения финансов в три раза превосходит НТ-Компьютер по выручке (26.7 млрд. в 2005), а коэффициент покрытия долга операционной прибылью составляет 0.82. В этой связи даже с учетом более короткой дюрации предлагаемая премия, как минимум, 300 б.п. выглядит оправданной.

22 ноября на рынке размещается дебютный выпуск очередного ритейлера – сети БТЭ «М.Видео», лидера по объему продаж и количеству магазинов среди сопоставимых компаний (Техносила и Мир), работающих в верхнем ценовом сегменте. По облигационному займу объемом 2 млрд. руб. с погашением через три года предусмотрена годовая оферта и полугодовые купонные выплаты. Привлеченные средства в краткосрочной перспективе планируется направить на реструктуризацию долгового портфеля с целью повешения его качества с точки зрения срочности и снижения стоимости заимствований. В связи с этим компания не прогнозирует увеличения кредитного портфеля. В долгосрочной перспективе средства будут направлены на развитие сети.

Традиционно основная часть продаж Группы «М.видео» приходилась на столичный регион - в 2005 г. на московский рынок пришлось 52% совокупного объема продаж. Тем не менее, в настоящее время компания активно продвигает свои магазины в регионы, и уже в текущем году объем продаж, приходящийся на региональные рынки, должен составить около 60%, а к 2008 г. возрасти до 75%. На 1 октября 2006 г. компания была представлена в 19 российских регионах. Не принимая в расчет Эльдорадо, работающего в формате «дискаунтера», М.Видео занимает крупнейшую долю на рынке БТЭ (10.4% в 2005 г.). По

Александр Доткин  
a.dotkin@zenit.ru

### НТ-Компьютер

**Размещение:** ноябрь 2006  
**Объем:** 50 млн. долл.  
**Срок до погашения (оферты):** 3 года (1.5 года)  
**Купон:** ~11%  
**Организатор:** Промсвязьбанк

Мария Сулима.  
m.sulima@zenit.ru

### М.Видео

**Размещение:** 22 ноября 2006  
**Объем:** 2 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 3 года (1 год)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон равен первому, остальные устанавливаются эмитентом  
**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе  
**Организатор:** Газпромбанк

состоянию на конец 2005 г. общее количество магазинов составило 58, а в текущем году М.Видео планирует увеличить сеть до 88 гипермаркетов, в дальнейшем открывая по 25-30 гипермаркетов ежегодно.

Объем продаж «М.Видео» за 2005 г. вырос на 26% и превысил \$1.2 млрд., при этом на основное направление бизнеса, розничные продажи, пришлось 79% (\$946 млн.) по сравнению с 71% в 2003 г. В связи с более высокой рентабельностью розничных продаж М.Видео делает основной акцент именно на этом направлении и планирует по итогам текущего года увеличить его долю в совокупном товарообороте до 85%. Таким образом, увеличение веса розницы в обороте компании способствует повышению валовой рентабельности. В текущем году компания прогнозирует рост валовой маржи до 22.4% с 19.2% на фоне 31% роста чистой выручки до \$ 1.3 млрд. При этом рентабельность EBITDA демонстрирует понижающую тенденцию в текущем году, что соответствует общерыночной тенденции и вызвано ростом затрат на расширение сети. По результатам первого полугодия текущего года объем продаж составил \$617 млн. Учитывая высокую сезонность бизнеса, на четвертый квартал у компаний, реализующих БТЭ, приходится пик продаж. Только декабрь приносит М.Видео до 17% совокупного годового оборота.

Основным конкурентом на рынке БТЭ и наиболее сопоставимой по формату компанией для М.Видео является Техносила. Хотя по результатам прошлого года М.Видео в полтора превосходит Техносилу по масштабам бизнеса (чистая выручка- \$1.02 млрд. против \$601 млн.), однако уже в текущем году согласно прогнозам по продажам обеих компаний разница в масштабах должна существенно сократиться на фоне более высоких прогнозных 77% темпов роста Техносилы (до \$1.065 млрд.) против 31% у М.Видео (до \$1.343 млрд.). По количеству магазинов М.Видео лишь незначительно опережает Техносилу (58 против 52 магазинов в 2005 г., и 88 против 81 на конец 2006 г., соответственно), при этом региональное присутствие у последней более широкое (Техносила представлена в 23 регионах, тогда как М.Видео - 19). С точки зрения рыночной доли, Техносила с 7-8% на рынке также «наступает на пятки» М.Видео с 10% в 2005 г.

Важным, с нашей точки зрения, преимуществом Техносилы перед М.Видео, является наличие дорогостоящей недвижимости в собственности (24% торговых площадей), тогда как у М.Видео большая часть торговых и складских помещений арендуются. Это подтверждается и направлениями, предусмотренными инвестиционными программами компаний. Инвестиции М.Видео оцениваются в текущем году в размере \$49.3 млн. При этом 89% будет направлено на ввод в эксплуатацию арендованных магазинов, и лишь 11% на покупку и ввод в эксплуатацию собственных магазинов. Для сравнения у Техносилы из запланированных на текущий год \$52 млн. инвестиций на приобретение недвижимости направляется 49%, а в дальнейшем же компания планирует поддерживать соотношение затрат на открытие собственных и арендованных магазинов на уровне 34% и 66% соответственно.

#### Показатели М. Видео и Техносилы

	Техносила		М.Видео	
	2005	2006П	2005	2006П
Количество магазинов	52	81	58	88
Выручка	601	1066	1018	1344
ЕБИТДА	45	65	63	75
Рентабельность ЕБИТДА	7,5%	6,1%	6,2%	5,6%
Долг	151	201	195	213
Долг/ЕБИТДА	3,4	3,1	3,1	2,8

Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

С точки зрения эффективности деятельности компании вполне сопоставимы, при этом М.Видео чуть отстает от основного конкурента. По результатам прошлого года рентабельность EBITDA М.Видео составила 6.2% против 7.5% у Техносилы, а на текущий год по обеим компаниям прогнозируется снижение показателей до 5.6% и 6.1% соответственно. По долговой нагрузке, более привлекательно выглядит М.Видео, хотя оба эмитента по данному параметру соответствуют среднему уровню по сектору (Долг/ЕБИТДА 3.7). В 2005 г. покрытие долга за счет EBITDA у М.Видео составило 3.1 против 3.4 у Техносилы, а в текущем году оба игрока прогнозируют улучшение покрытия до 2.8 и 3.1 соответственно. В отношении качества кредитного портфеля по срочности здесь также нет существенных различий. Если в прошлом году на «короткие» деньги приходилось до 90-100%, то по результатам этого года доля «длинных» денег у обеих компаний существенно возрастет, превысив долю краткосрочных заемных средств.

Помимо финансовых и операционных аспектов компании сопоставимы и с точки зрения прочих рисков. Так, например, оба эмитента характеризуются низким уровнем финансовой прозрачности: ни та, ни другая не представляли полноценной (хотя бы управленческой) отчетности в материалах перед размещением займов, в связи с чем нам достаточно про-

блематично говорить о достоверности представленных выборочных показателей. Далее, компании несут совершенно идентичные рыночные риски, связанные, во-первых, с замедлением темпов роста рынка БТЭ на фоне относительно высокой концентрации (50% приходится на четыре крупнейших игрока - Эльдорадо, М.Видео, Техносила и Мир). Во-вторых, существует достаточно весомый риск быстрого изменения потребительских предпочтений, который наряду с длительным сроком оборачиваемости запасов, может поставить компании перед проблемой «нереализуемости» значительной части устаревающего с технической точки зрения торгового ассортимента и, как следствие, дальнейшего замедления темпов продаж. В данном случае компании могут пойти на неоправданно существенное снижение цен, что негативно повлияет на рентабельности деятельности.

Среднемесячная доходность облигаций Техносила составила 10.7-10.8% при спреде к ОФЗ на уровне 500 б.п. На наш взгляд, справедливый спред по бумагам М.Видео должен быть чуть уже спреда Техносила. Таким образом, с учетом премии за первичное размещение (20 б.п.), а также принимая в учет все про- и контраргументы, а именно, большой масштаб эмитента и меньшую долговую нагрузку, с одной стороны, и более низкие прогнозные темпы роста в текущем году и меньшее количество торговых площадей в собственности, с другой, мы оцениваем справедливый спред на уровне 480-500 б.п. на первичном рынке.

23 ноября ОАО «Парнас-М» под поручительство ООО ТД «Парнас» разместит второй облигационный займ объемом 1 млрд. руб., с пятилетним сроком обращения и трехлетней офертой.

ОАО «Парнас-М» является основным предприятием Группы компаний «Парнас» и занимается производством различных колбасных изделий и полуфабрикатов. Основными владельцами ОАО «Парнас-М» являются президент управляющей компании ООО «Холдинговая компания Парнас» Сергей Удачкин (56.3% УК), а также ЕБРР (29.3%).

Помимо ОАО «Парнас-М», в своем составе холдинг объединяет более 20 предприятий, специализирующихся в области мясопереработки, производстве белковой оболочки, а также транспорта, розничной торговли и легкой промышленности. Кроме того, в Группу входят две сырьевые компании: ЗАО «Птицефабрика Невская» и ОАО «Рассвет», которое занимается выращиванием крупного рогатого скота. Вместе с тем, ОАО «Рассвет» не в состоянии полностью обеспечить сырьем мясоперерабатывающее и оптовое направления бизнеса ГК «Парнас». В связи с этим, Парнас-М, как и многие другие мясоперерабатывающие заводы, сотрудничает с отечественными производителями мяса и закупает импортное мясо в рамках собственных квот.

Расширение собственной сырьевой базы ГК «Парнас» выделяет в качестве одного из ключевых направлений развития. Холдинг планирует развивать собственное производство крупного рогатого скота, а также намерен выйти в новый сегмент – свиноводство, характеризующийся более быстрыми сроками окупаемости и более высокой рентабельностью. Развитие данного направления, с одной стороны, приведет к снижению зависимости холдинга от внешних поставок и цен на мясо, но при этом потребует дополнительные финансовые вложения, в т.ч. и за счет привлечения новых кредитов и займов.

Помимо усиления сырьевой обеспеченности, бизнес-стратегия ГК «Парнас» направлена на региональную экспансию. В настоящее время основным рынком сбыта холдинга является Северо-Западный регион, на который приходится около 70% продаж, при этом стратегической целью Парнаса является расширение своего присутствия в столичном регионе. Высокие доходы москвичей делают столичный рынок наиболее привлекательным для мясоперерабатывающих компаний. Данный факт также определяет высокую конкуренцию – на столичном рынке работают более 200 мясоперерабатывающих предприятий.

В качестве ориентира по доходности для второго облигационного займа ОАО «Парнас-М» мы рассматриваем облигации ООО «Дымовское колбасное производство», размещенные 3 ноября с доходностью 11.29% к полторалетней оферте (спред к ОФЗ – 550 б.п.). ОАО «Парнас-М» отличается более широкими масштабами бизнеса: по данным консолидированной отчетности Группы по РСФО, выручка холдинга за 1 полугодие 2006 г. составила 69.5 млн. долл. (+45% к уровню за сопоставимый период 2005 года), в то время как обороты Дымова по РСБУ – 48.3 млн. долл. (+48%). Вместе с тем, бизнес Парнас-М характеризуется меньшей рентабельностью: операционная рентабельность эмитента – 4%, рентабельность по чистой прибыли – 0%, в то время как аналогичные показатели Дымова – 6.2% и 1.6%.

Наталья Толстошеина.  
n.tolstosheina@zenit.ru

#### Парнас-М-2

**Размещение:** 23 ноября

**Объем:** 1 млрд. руб.

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

**Купон:** квартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-12 купоны равны первому, остальные устанавливаются эмитентом

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организатор:** Газпромбанк

В результате размещения второго облигационного займа ОАО «Парнас-М», средства от которого планируется направить на рефинансирование текущих кредитов, долговая нагрузка эмитента будет несколько ниже Дымова: на конец 2006 года debt/EBITDA Парнас-М составит, по предварительным оценкам, 6.0, в то время как аналогичный показатель Дымова – 8.0. В то же время, принимая во внимание планы ОАО «Парнас-М» по развитию собственной сырьевой базы, а также региональную экспансию (в т.ч. выход на московский рынок) мы не исключаем возможности привлечения холдингом новых кредитов и займов и увеличение долгового бремени в будущем.

В целом, принимая во внимание меньшую рентабельность бизнеса ГК «Парнас», очень длинную дюрацию выпуска, наличие у Дымова сильного брэнда и хорошие рыночные позиции в столице, но при этом учитывая более широкие масштабы бизнеса ГК «Парнас», а также частичную обеспеченность мясоперерабатывающего бизнеса собственным сырьем, мы оцениваем адекватный с точки зрения кредитного качества спред второго выпуска ОАО «Парнас-М» к ОФЗ в размере 550-580 б.п., что соответствует доходности к трехлетней оферте на уровне 11.7%-12.0% годовых.

На вторую половину ноября запланировано размещение дебютного выпуска ООО «ТОАП – Финансы», SPV ООО «Торговый Дом «Топливное Обеспечение Аэропортов» объемом 2 млрд. руб. Срок до погашения 3 года, срок до оферты – 1.5 года.

Компания является одним из ведущих оптовых операторов рынка авиатоплива, обеспечивающим порядка 35% всех поставок топлива российским авиакомпаниям. География сбыта компании включает более 100 российских аэропортов. Вместе с тем, центром продаж является Московский авиационный узел, доля которого в продажах эмитента в 2005 г. составила 82.5%. В настоящее время бизнес компании сосредоточен, главным образом, в аэропорту «Домодедово», где ТОАП покрывает 70 – 80% потребностей в топливе в зависимости от сезона.

Главным конкурентом ТД ТОАП является дочерняя компания НК «Лукойл» - «Лукойл-Аэро». С одной стороны, рыночная доля «Лукойл-Аэро» в Московском регионе ниже, чем у ТОАП – 23% против 43%. Вместе с тем, бизнес эмитента в большей степени чувствителен к конъюнктуре рынка нефтепродуктов, поскольку не имеет такой же значимой поддержки как «Лукойл-Аэро», реализующая продукцию нефтеперерабатывающих заводов Лукойла. Кроме того, приобретая авиационное топливо на открытом рынке, ТОАП вынужден создавать значительные запасы, поскольку производители более лояльны при продажах большими партиями и на условиях предоплаты, что требует дополнительных расходов на логистику. Отдельно хотелось бы обратить внимание инвесторов на то, что бизнес компании несет бремя рисков российских авиакомпаний. В частности, используемые при продажах схемы «с рассрочкой платежа» и товарные кредиты обуславливают дефицит оборотных средств и вынуждают использовать кредитное плечо для финансирования оборотного капитала, что накладывает свой негативный эффект в условиях и без того низкой рентабельности на кредитное качество компании.

Кроме своего основного бизнеса – оптовых продаж, компания стремится диверсифицировать бизнес, развивая смежные направления. В частности, планирует укрепить свои позиции в сегменте розничных продаж авиатоплива, а также продаж и лизинга/аренды спецтехники и сервисного оборудования. Ключевым проектом инвестиционной программы на следующий год является развитие топливно-заправочных комплексов, позволяющих компании генерировать дополнительную маржу.

По итогам 1 полугодия 2006 г. оборот ТД ТОАП составил 9 млрд. руб., что превышает на 50.6% всю прошлогоднюю выручку, которая была на уровне 5.98 млрд. руб. Прибыль от продаж за 6 месяцев при этом составила 117 млн. руб. против 154 млн. руб. за 2005 год. Столь значимый рост показателей обусловлен, главным образом, изменениями в учетной политике ТД ТОАП. В частности, с 3 кв. 2005 г. выручка объемы реализации топлива и услуг учитываются в полном объеме, а не в форме комиссионного вознаграждения, как это было раньше.

Кредитный портфель по состоянию на 01.07.2006 г. составлял немногим более 1 млрд. руб. и был полностью сформирован из краткосрочных обязательств. Таким образом, принимая во внимание, что значительная часть облигационного займа будет направлена на финансирование инвестиционной программы, мы отмечаем, что риск необходимости рефинансирования обязательств у компании сохраняется достаточно высоким. Кроме того, бизнес компании характеризуется крайне низкой рентабельностью (норма продаж от продаж в 1 кв. 2006 г. была на уровне 1.3%), что не позволяет обеспечить качественного по-

Ольга Ефремова.  
o.efremova@zenit.ru

#### ТОАП-Финансы

**Размещение:** ноябрь 2006

**Объем:** 2 млрд. руб.

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

**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2,3 купоны равны первому, остальные устанавливаются эмитентом

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

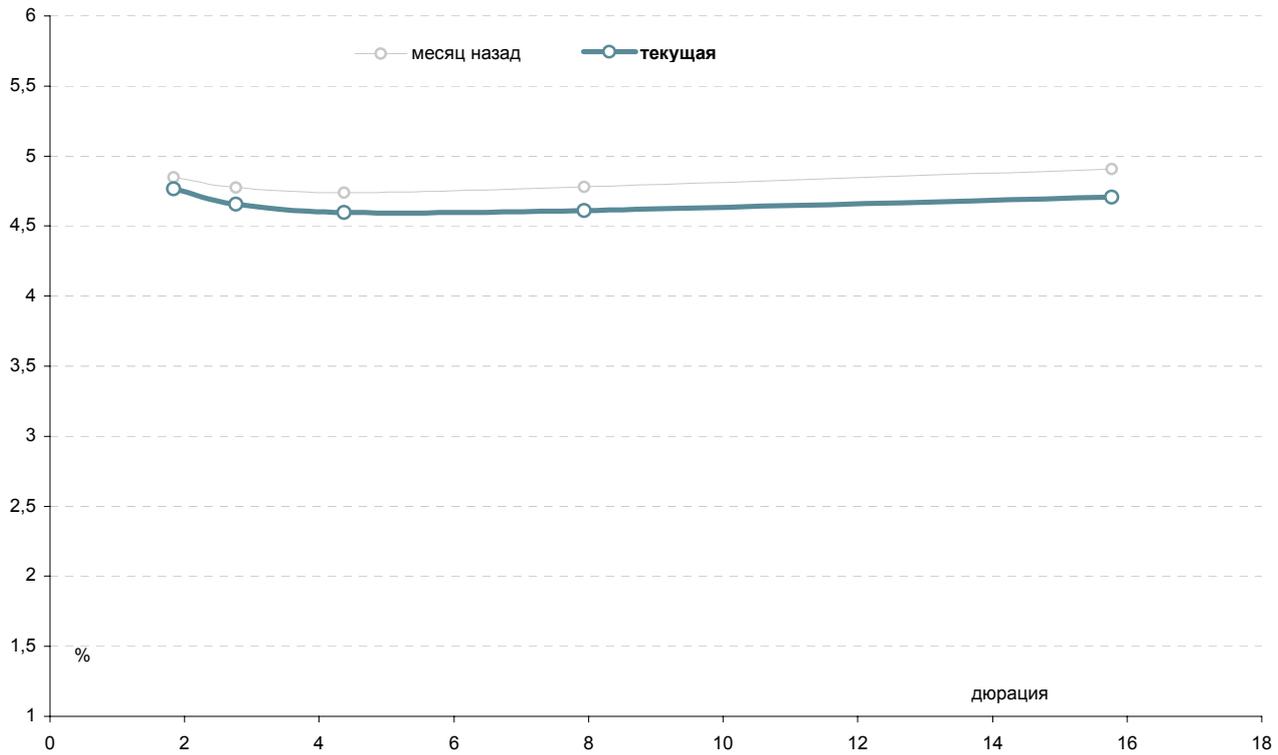
**Организатор:** Банк Союз

крытия долга.

В настоящее время прямых отраслевых аналогов для эмитента на российском долговом рынке нет. Принимая во внимание, что помимо сильной зависимости от конъюнктуры рынка нефтепродуктов компания несет риски российских авиакомпаний, вполне логично, на наш взгляд, отталкиваться от текущих доходностей присутствующих на долговом рынке клиентов ТД ТООП (Трансаэро, ЮтЭйр, КрасЭйр). Характеризующийся наибольшей дюрацией новому выпуску Трансаэро торгуется со спрэдом к ОФЗ в диапазоне 530 – 550 б.п. (11.33% на 15.11.2006 г.). Принимая во внимание необходимость дополнительной премии за существующие операционные и финансовые риски компании, а также за менее прозрачный, чем авиаперевозки бизнес справедливый спред облигаций ТД ТООП к кривой ОФЗ мы оцениваем в диапазоне 600 – 630 б.п. При этом, мы не исключаем, что для успешного размещения в условиях «дорогих денег» и на следующий день после выплат НДС эмитенту придется «расщедриться», и премия за первичное размещение должна быть несколько выше обычного. Таким образом, интересный для участия уровень доходности мы видим в диапазоне 12.2% - 12.5% годовых.

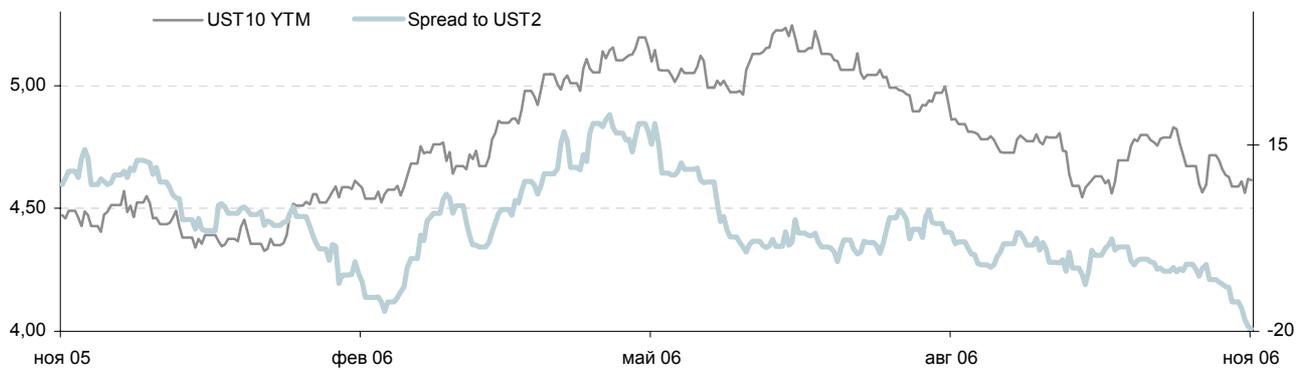
# Приложение 1. US Treasuries

## Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

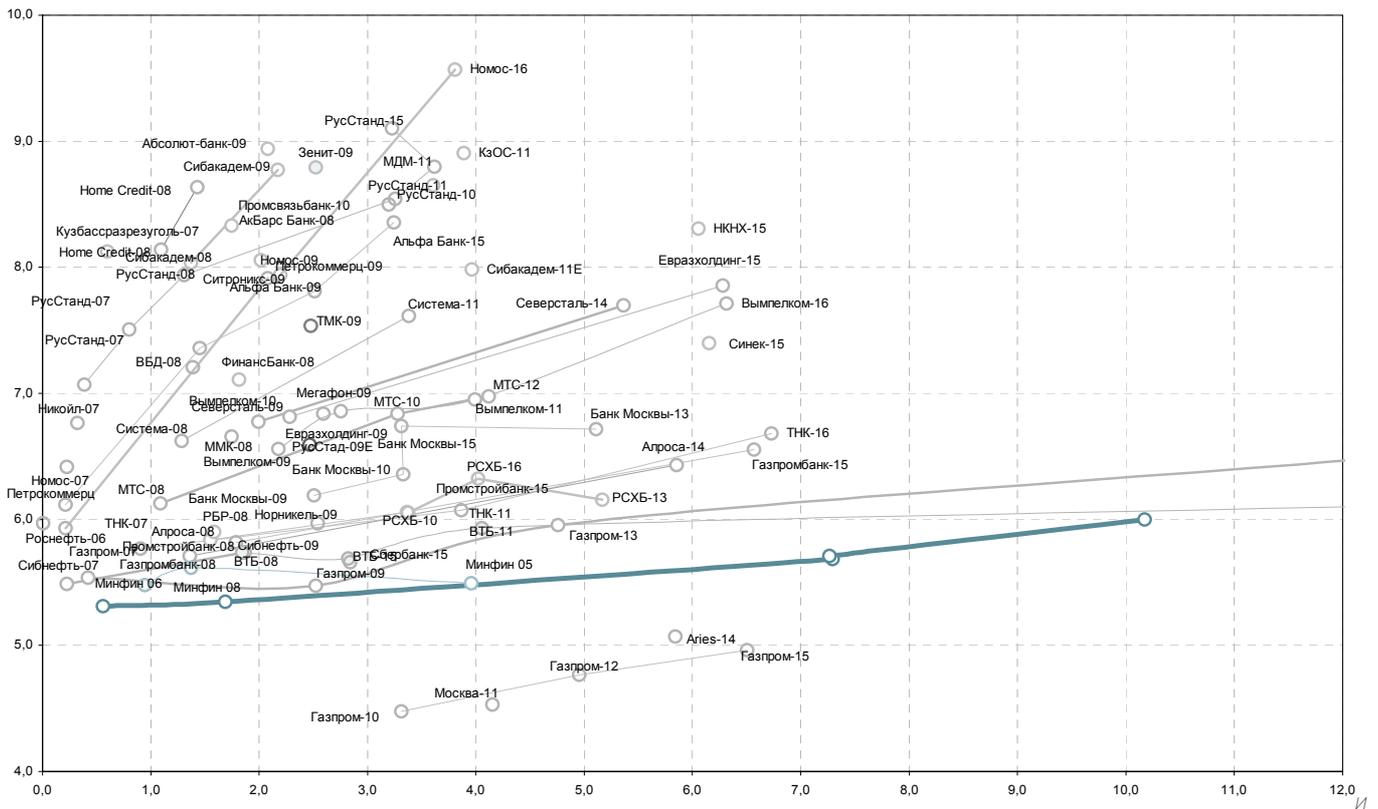
## Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

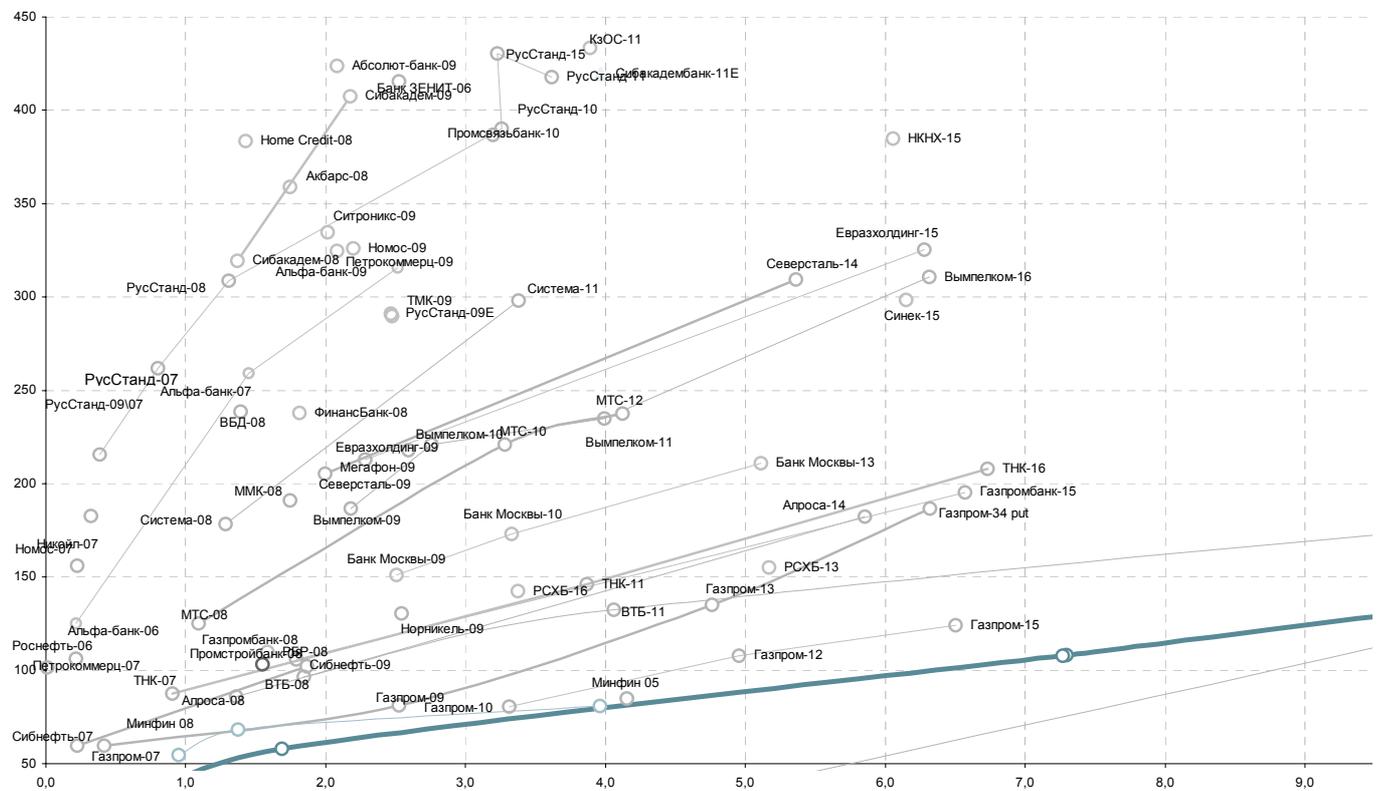
# Приложение 2. Еврооблигации

## Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

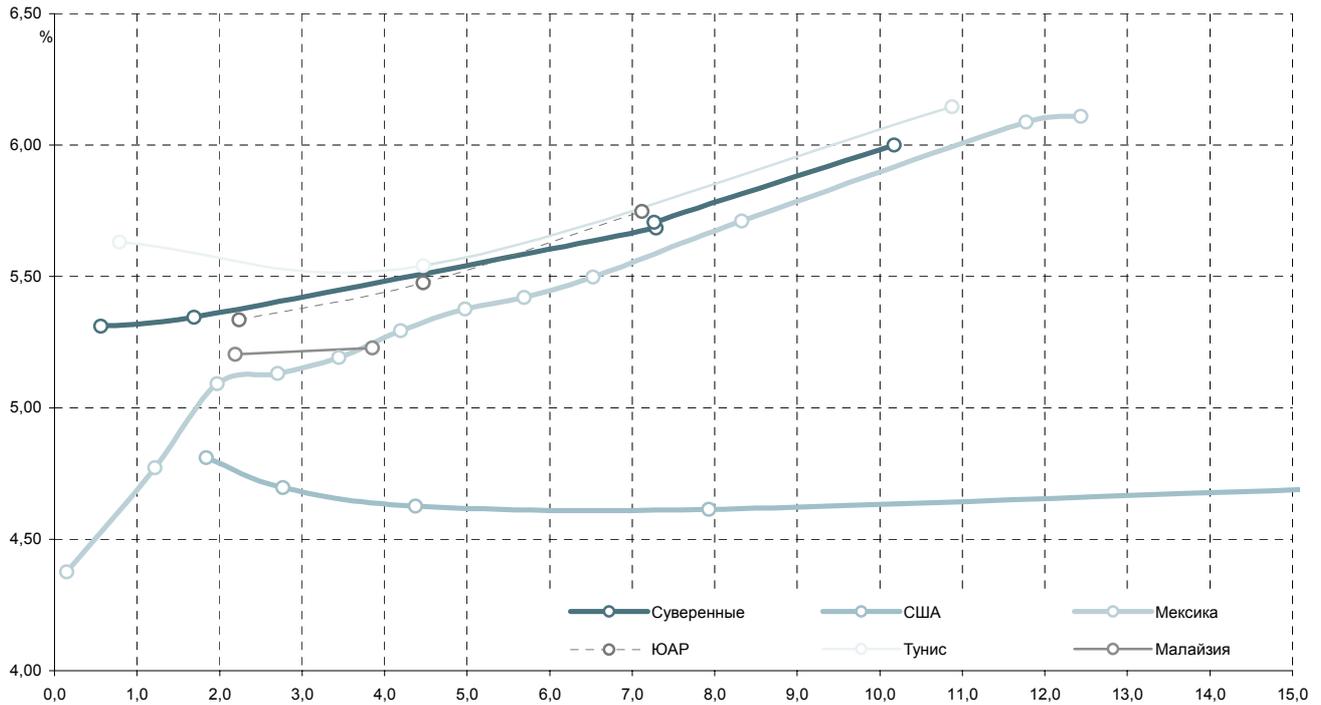
## Кривая спредов российских еврооблигаций



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
<b>Sovereign</b>									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	102,66	102,71	5,35	0,56	23
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,87	104,92	5,39	1,69	191
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	144,41	144,90	5,71	7,29	108
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	180,87	181,12	6,01	10,17	134
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	112,46	112,56	5,71	7,27	104
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	97,56	97,66	5,53	0,95	50
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	96,26	96,36	5,65	1,37	66
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	90,11	90,31	5,52	3,96	80
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	102,89	102,97	3,79	0,43	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	110,46	110,71	3,85	2,63	17
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	129,03	129,28	5,09	5,84	46
<b>Regional</b>									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa2-/BBB+	107,90	108,25	4,57	4,16	87
<b>Oil &amp; Gas</b>									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB- /*+	101,38	101,48	5,65	0,42	52
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB- /*+	113,08	113,38	5,52	2,52	82
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB- /*+/BBB-	111,20	111,50	4,52	3,31	83
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB- /*+	118,69	118,99	5,98	4,76	136
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	Baa1	105,74	106,19	4,99	6,50	128
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB /*+/BBB	104,94	105,19	6,62	8,39	199
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	Baa1/BBB- /*+/BBB-	127,22	127,47	6,48	12,08	179
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB+	101,26	101,31	5,60	0,23	51
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+	109,68	109,98	5,81	1,87	102
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BB+	104,62	104,81	5,87	0,91	83
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BB+	102,96	103,21	6,10	3,87	146
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BB+	105,50	105,75	6,70	6,73	208
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,750	Baa2/BB /*+	100,05	100,05	5,97	0,01	89
<b>Telecommunications</b>									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,91	104,09	6,20	1,09	122
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	104,91	105,16	6,88	3,28	221
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	104,12	104,37	7,01	4,12	238
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB+	107,75	108,00	6,61	2,18	187
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB+	102,99	103,24	6,90	2,76	221
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB+	105,58	105,83	6,98	3,99	236
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB+	103,33	103,58	7,73	6,32	311
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	B1/BB-	102,94	103,14	6,88	2,59	218
<b>Industrials</b>									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B/B+	104,55	104,75	6,70	1,28	176
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B/B+	104,22	104,42	7,64	3,38	299
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3-/B-	99,36	99,61	8,12	2,02	334
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	102,74	102,99	6,02	2,54	131
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB-	102,12	102,37	6,73	1,75	191
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,58	103,80	6,83	2,00	205
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	108,34	108,64	7,72	5,36	310
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,60	101,81	7,28	1,39	237
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	103,19	103,33	5,76	1,36	84
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	114,86	115,11	6,45	5,85	183
Evrazholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,59	109,84	6,86	2,281	214
Evrazholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	102,25	102,50	7,87	6,279	326
TMK-09 \$	9/29/2009	300	8,500	(P)B2/B+/-	102,03	102,42	7,61	2,475	290
KazanOS-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	100,84	101,34	8,97	3,89	434
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	100,37	100,52	8,25	0,598	314
SUEK-08 \$	10/24/2008	175	8,625	-/-/-	100,74	101,11	8,09	1,74	328
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB	101,64	101,89	7,42	6,15	280
<b>Banks</b>									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	-/BBB	101,39	101,64	6,64	2,84	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	102,08	102,17	5,76	1,84	96
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	106,33	106,58	5,96	4,06	133
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	101,54	101,79	6,86	2,82	105
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	101,63	101,76	6,12	13,06	143
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB /*+	102,40	102,59	5,87	1,79	106
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	99,37	99,62	6,57	6,57	196
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1-/B	99,33	99,58	9,00	2,08	424
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3-/B+	99,16	99,41	8,40	1,75	359
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,27	100,32	6,24	0,21	116
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,26	100,58	7,46	1,45	258
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba2-/BB-	99,86	100,15	7,87	2,51	316
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B/B+	100,65	100,90	9,44	3,24	374
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3-/BBB	104,46	104,66	6,23	2,51	152
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3-/BBB	103,30	103,55	6,39	3,33	173
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3-/BBB	102,97	103,22	6,74	5,11	211
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2-/BBB	101,47	101,63	5,89	1,55	102

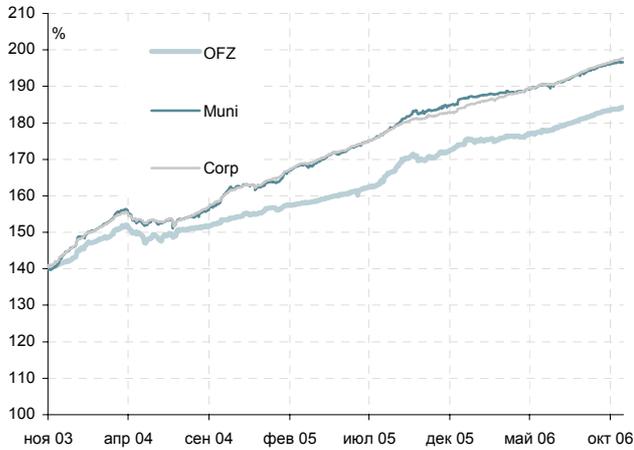
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,28	100,48	6,92	3,36	142
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B-/B+	103,77	104,12	8,70	3,61	406
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,51	100,57	6,54	0,22	146
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,34	100,69	8,02	2,20	326
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B	100,44	100,69	10,24	3,81	497
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/NR	100,63	100,68	6,84	0,32	174
ZENIT-09 \$	10/27/2009	200	8,750	-/-/B	99,53	99,88	8,86	2,52	416
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3/-/-	100,57	100,63	6,05	0,21	97
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,75	100,17	8,01	2,08	325
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B /*+/B+	100,55	100,80	8,54	3,20	387
Promsviaz-11 \$	10/20/2011	125	8,750	Ba3/B/B+	100,03	100,46	8,68	3,90	406
Promsviaz-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/CCC+/B-	100,36	100,84	9,48	4,17	486
RSHB-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/-/BBB	102,39	102,64	7,23	4,02	172
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	102,65	102,90	6,09	3,38	143
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	105,14	105,39	6,18	5,17	155
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,53	100,63	7,19	0,39	207
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,02	100,23	7,63	0,80	257
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,09	100,24	7,99	1,31	306
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,41	96,61	8,57	3,26	391
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	99,13	99,38	8,83	3,62	419
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	98,99	99,24	9,69	3,23	448
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	103,94	104,19	8,13	2,44	350
Sibacadembank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-/-/B	102,22	102,37	8,09	1,37	318
Sibacadembank-09 \$	5/12/2009	351	9,000	-/-/B	100,25	100,50	8,83	2,17	408
Sibacadembank-11 EUR	11/16/2011	300	8,300	B1e/-/B	100,98	101,27	8,02	3,96	432

Источник: Bloomberg

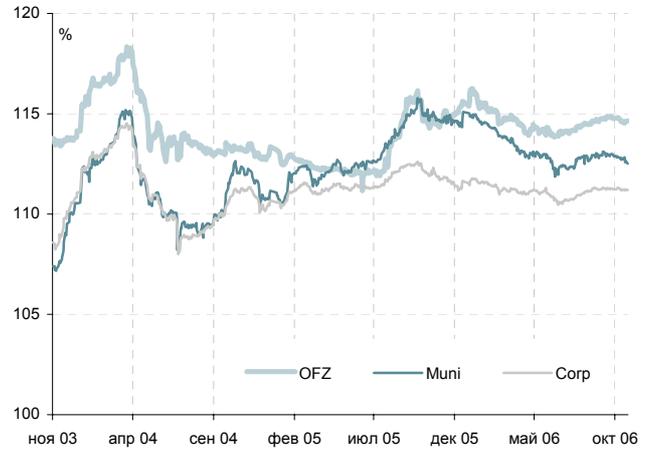
# Приложение 3. Российский долговой рынок

## Индексы рынка рублевых облигаций

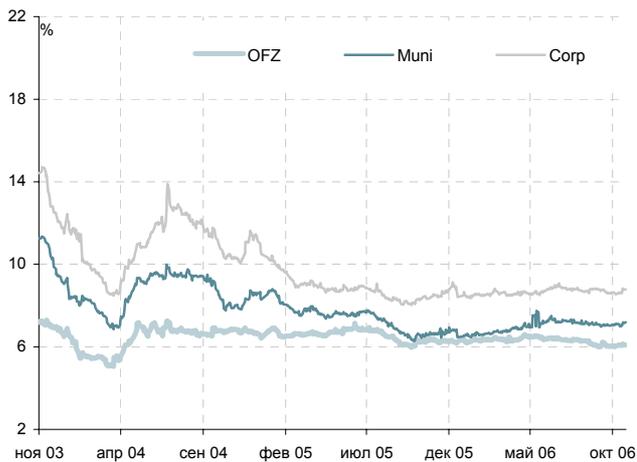
**Индекс совокупного дохода**



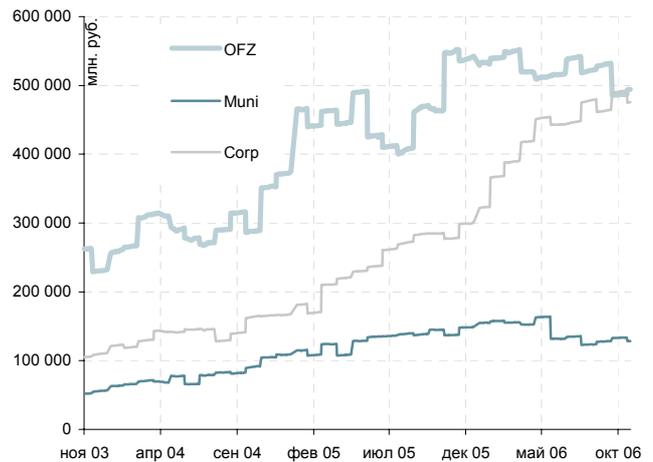
**Индекс цен**



**Динамика доходности**



**Динамика капитализации**

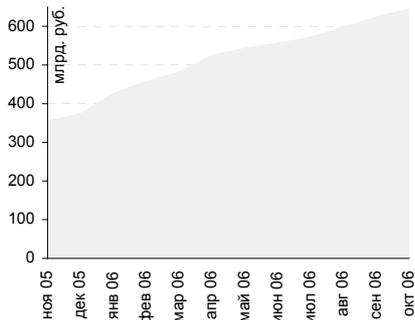


Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ  
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytics/index/>

## Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

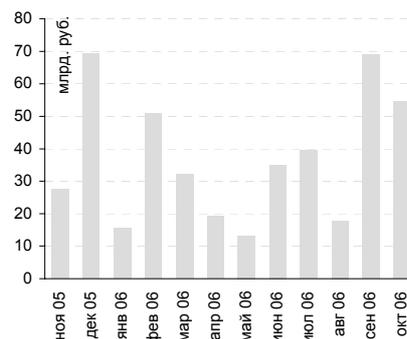
### Емкость рынка\*

окт 06	645.7
сен 06	625.5
авг 06	598.4
июл 06	573.3
июн 06	557.6
май 06	544.0
апр 06	525.9
мар 06	482.8
фев 06	458.3
янв 06	427.6
дек 05	375.5
ноя 05	355.6



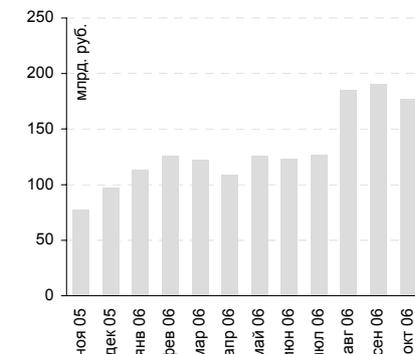
### Первичные размещения

окт 06	54.6
сен 06	68.9
авг 06	17.8
июл 06	39.5
июн 06	35.0
май 06	13.2
апр 06	19.2
мар 06	32.1
фев 06	51.0
янв 06	15.5
дек 05	69.4
ноя 05	27.5



### Биржевой оборот\*\* (ММВБ)

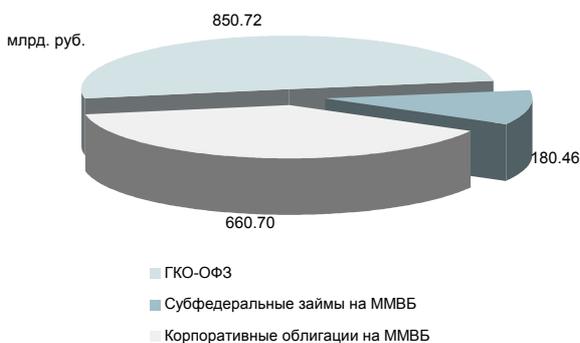
окт 06	177.2
сен 06	190.6
авг 06	185.7
июл 06	126.8
июн 06	123.8
май 06	126.0
апр 06	109.0
мар 06	122.4
фев 06	125.9
янв 06	113.0
дек 05	97.5
ноя 05	78.1



### Динамика показателей денежного рынка



### Структура рынка по объему в обращении



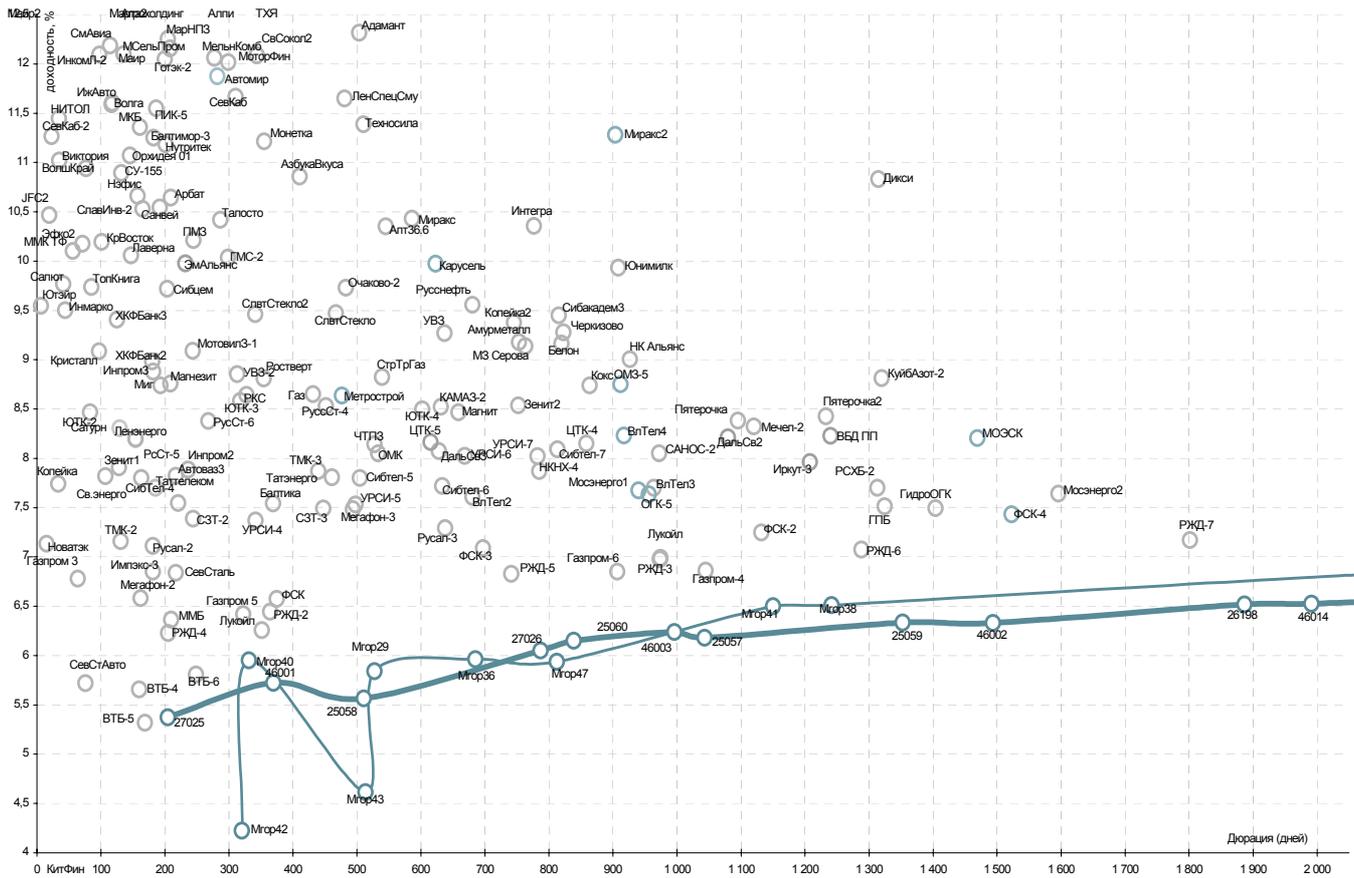
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

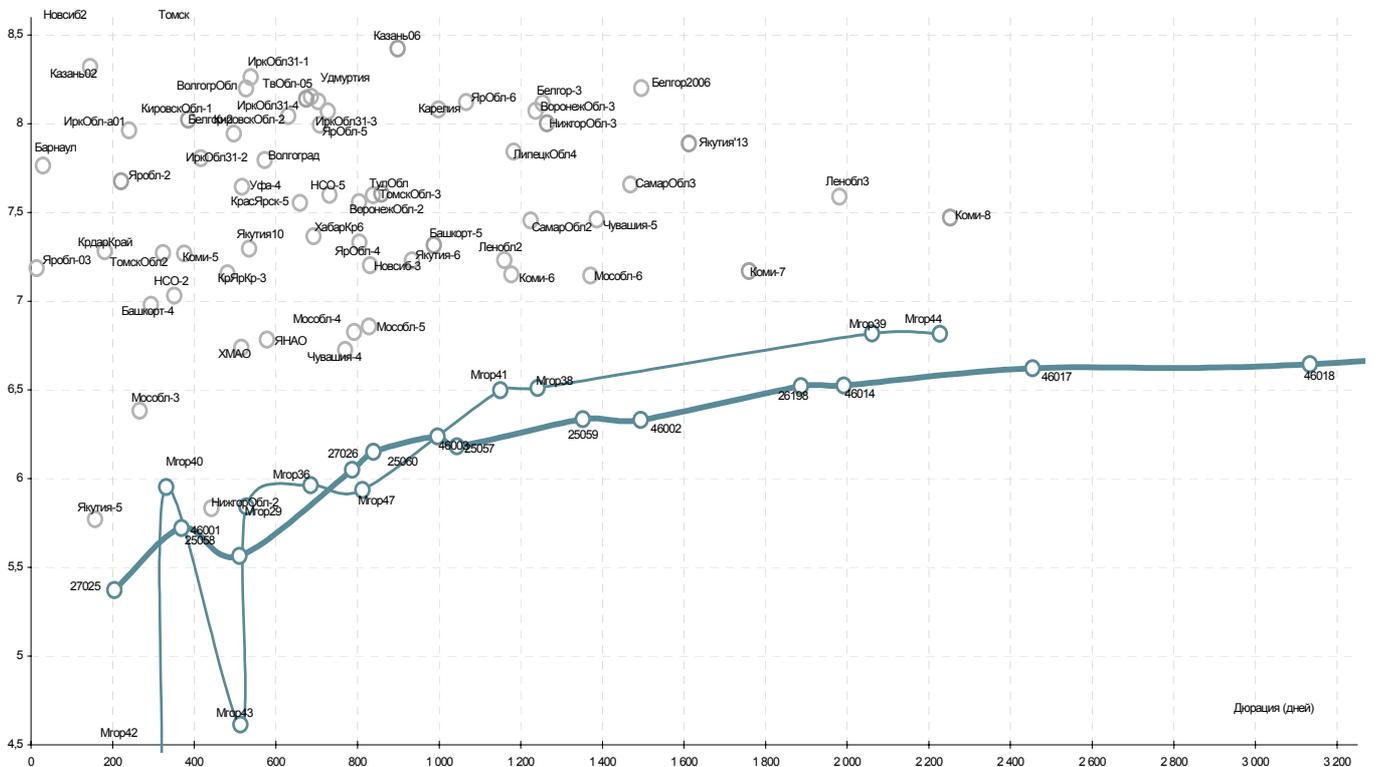
\* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

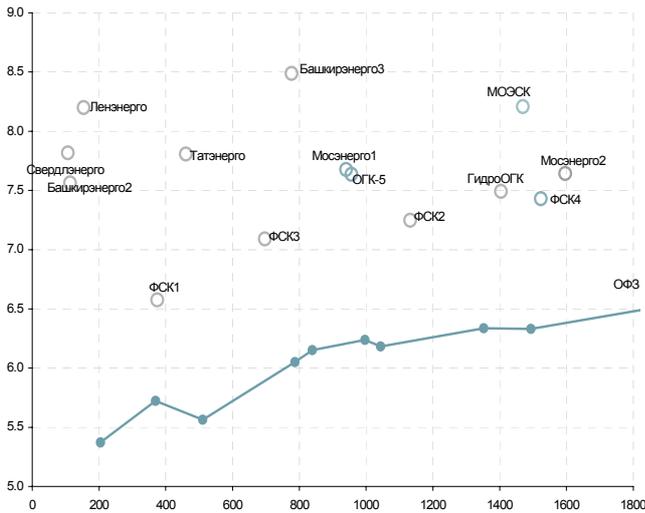


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

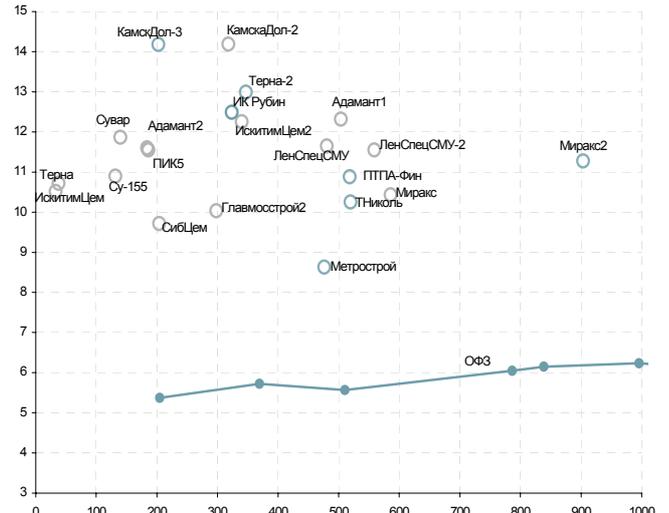




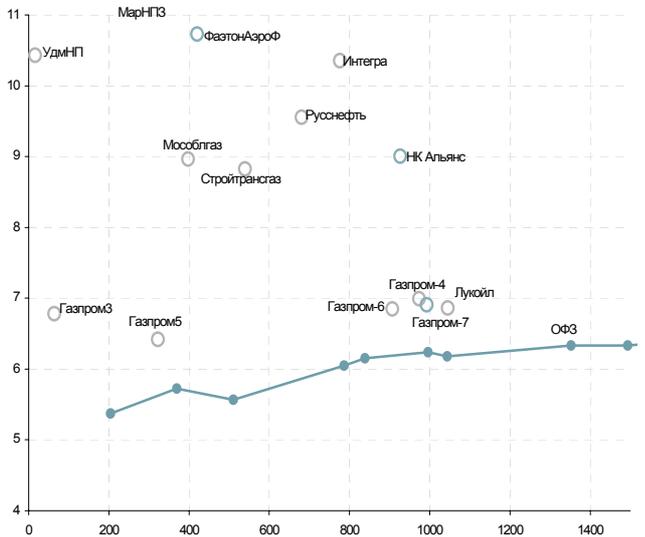
**Энергетика**



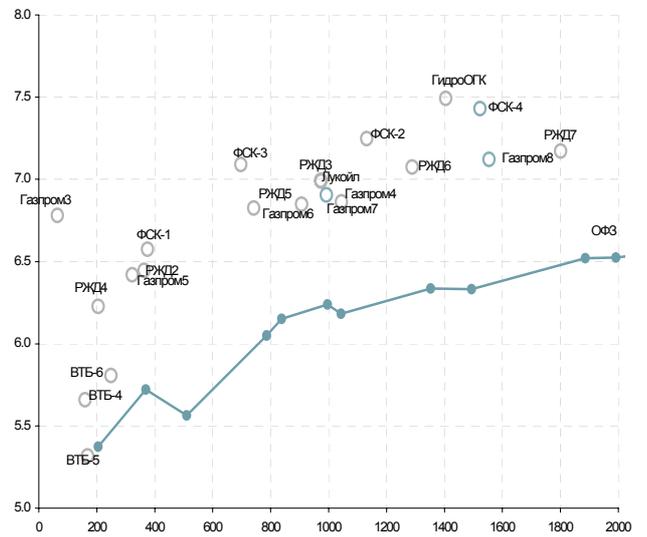
**Строительство, стройматериалы**



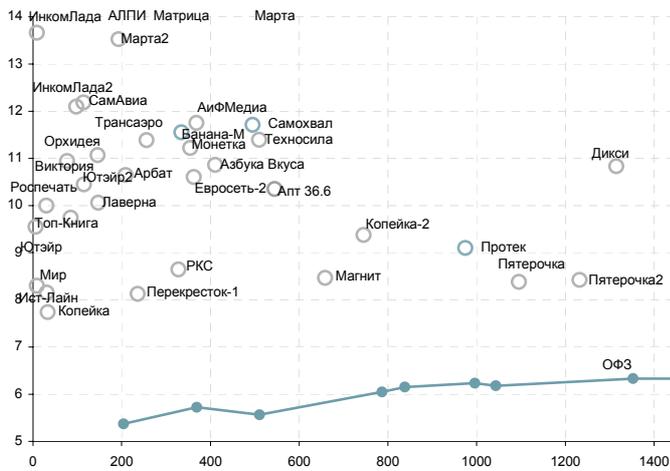
**Нефтегазовая отрасль**



**Естественные монополии**



**Торговля и услуги**



# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	<a href="mailto:roman.pivkov@zenit.ru">roman.pivkov@zenit.ru</a>
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Колелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
Управление продаж		<a href="mailto:sales@zenit.ru">sales@zenit.ru</a>
Начальник управления	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
Зам. начальника	Алексей Третьяков	<a href="mailto:a.tretyakov@zenit.ru">a.tretyakov@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Роман Попов	<a href="mailto:r.popov@zenit.ru">r.popov@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	<a href="mailto:d.eliseev@zenit.ru">d.eliseev@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	<a href="mailto:a.baranchikov@zenit.ru">a.baranchikov@zenit.ru</a>
Аналитическое управление	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Яков Яковлев	<a href="mailto:y.yakovlev@zenit.ru">y.yakovlev@zenit.ru</a>
Еврооблигации	Александр Доткин	<a href="mailto:a.dotkin@zenit.ru">a.dotkin@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	<a href="mailto:o.efremova@zenit.ru">o.efremova@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	<a href="mailto:m.sulima@zenit.ru">m.sulima@zenit.ru</a>
Акции	Дмитрий Лукашов	<a href="mailto:d.lukashov@zenit.ru">d.lukashov@zenit.ru</a>
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	<a href="mailto:s.matyushin@zenit.ru">s.matyushin@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	<a href="mailto:i.kireeva@zenit.ru">i.kireeva@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
Управление организации долгового финансирования		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Начальник управления	Валерий Голованов	<a href="mailto:v.golovanov@zenit.ru">v.golovanov@zenit.ru</a>
Валютные инструменты	Антон Литвяков	<a href="mailto:a.litvyakov@zenit.ru">a.litvyakov@zenit.ru</a>

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.