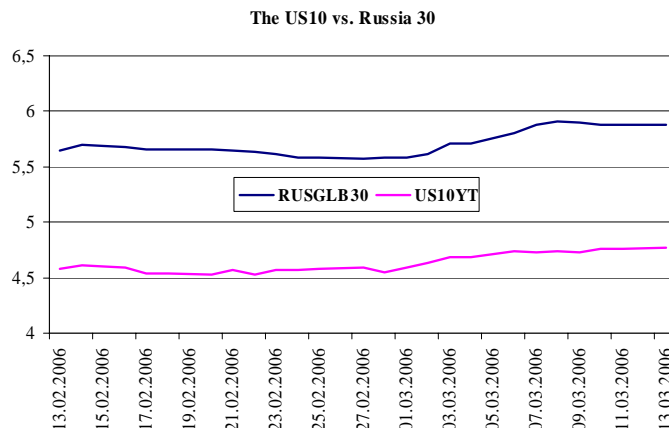
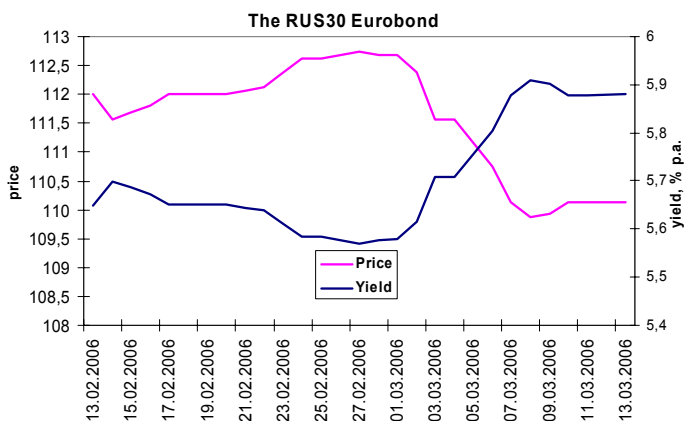
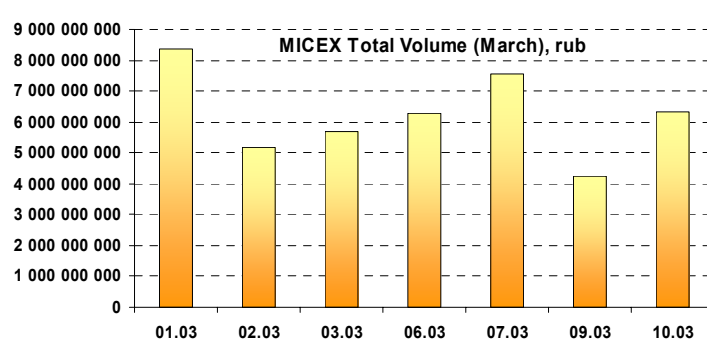
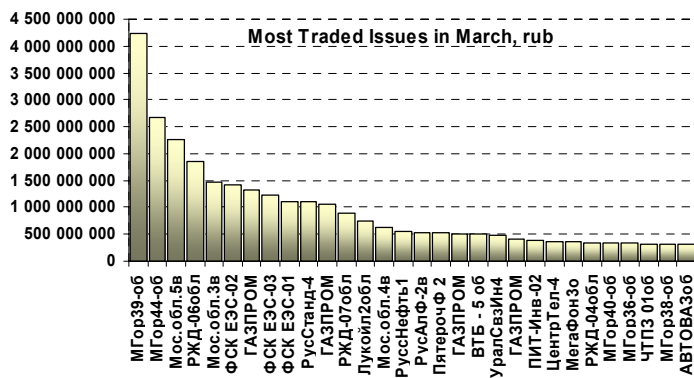




**Основные новости**

- Япония объявила об ужесточении денежной политики. На фоне повышения ставок в еврозоне и США ожидаем постепенного сокращения избыточной мировой ликвидности в среднесрочной перспективе. В связи с этим нельзя исключать снижения спроса на активы, в том числе долговые, что приведет падению котировок.
- Цены казначейских облигаций США во второй половине недели несколько выросли после значительной коррекции, доходность пока сохраняется на уровне 4.75%-4.77% годовых. Ожидаем очередную волну продаж непосредственно перед заседанием ФРС.
- «Голубые фишки» российских рублевых облигаций снижались на прошлой неделе вслед за долговым рынком США, но пока без значительных объемов. Можно предположить, что большая часть инвесторов-нерезидентов пока еще не приняла решения о выходе с российского рынка, но после очередного витка коррекции на Западе нервы у них могут не выдержать. В этом случае продажи станут более агрессивными.
- Ухудшение конъюнктуры несколько снизило активность эмитентов в сегменте первичных размещений. На текущую неделю запланированы всего два аукциона — по займам «Ютэйр-Финанс» на 1 млрд рублей и «Элемтэ» на 600 млн. Ожидаем доходность облигаций «Ютэйр-Ф» порядка 11% годовых к годовой оферте.
- Сохраняем рекомендации придерживаться «защитной» стратегии на долговом рынке: увеличивать долю краткосрочных инструментов за счет продажи длинных «голубых фишек».



**Федеральные и субфедеральные  
облигации**

*Владимир Малиновский*  
*V.Malinovskiy@cf.ru*

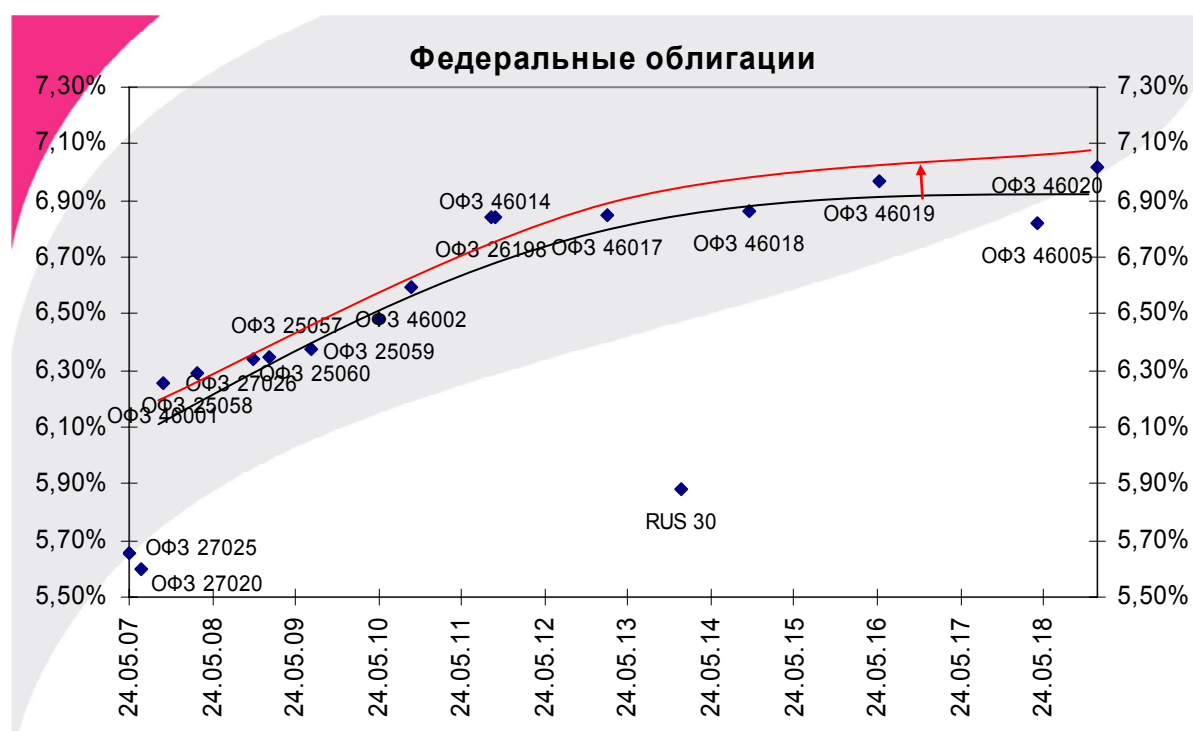
На фоне коррекции долгового рынка США доходность долгосрочных облигаций федерального займа выросла за прошедшую неделю на 10–15 б.п. Спрэд между российской «тридцаткой» и сопоставимыми выпусками ОФЗ держится в районе 100 б.п., и дальнейшая динамика котировок ОФЗ также будет сильно зависеть от состояния западных рынков.

На 15 марта запланирован аукцион по ОФЗ 46018 на 11 млрд рублей, который приурочен к выплате купонного дохода по федеральным займам в размере 6.4 млрд. Не думаем, что после снижения котировок эмитент предоставит значительную премию. Скорее всего, будет размещен минимальный объем бумаг с доходностью на уровне вторичного рынка, то есть порядка 6.85-6.88% годовых. Текущую конъюнктуру не считаем благоприятной для покупки «длинных» федеральных бумаг, поэтому **не рекомендуем** участвовать в аукционе даже по спекулятивным мотивам.

В сегменте субфедеральных выпусков более или менее активность сохраняется в московских бумагах, причем давление испытывают долгосрочные займы. Однако пока в облигациях ощущается поддержка, вероятно, кого-то из крупных держателей. Впрочем, при активизации продавцов котировки едва ли устоят, поэтому ожидаем дальнейшего роста доходности Мгор-44 и Мгор-39 на 10 б.п. в течение следующих нескольких недель.

«Второй эшелон» субфедеральных выпусков остается малоактивным, выпуски в основном осели в портфелях институциональных инвесторов. Поэтому продаж, а значит, и значительного снижения цен, пока не предвидим.

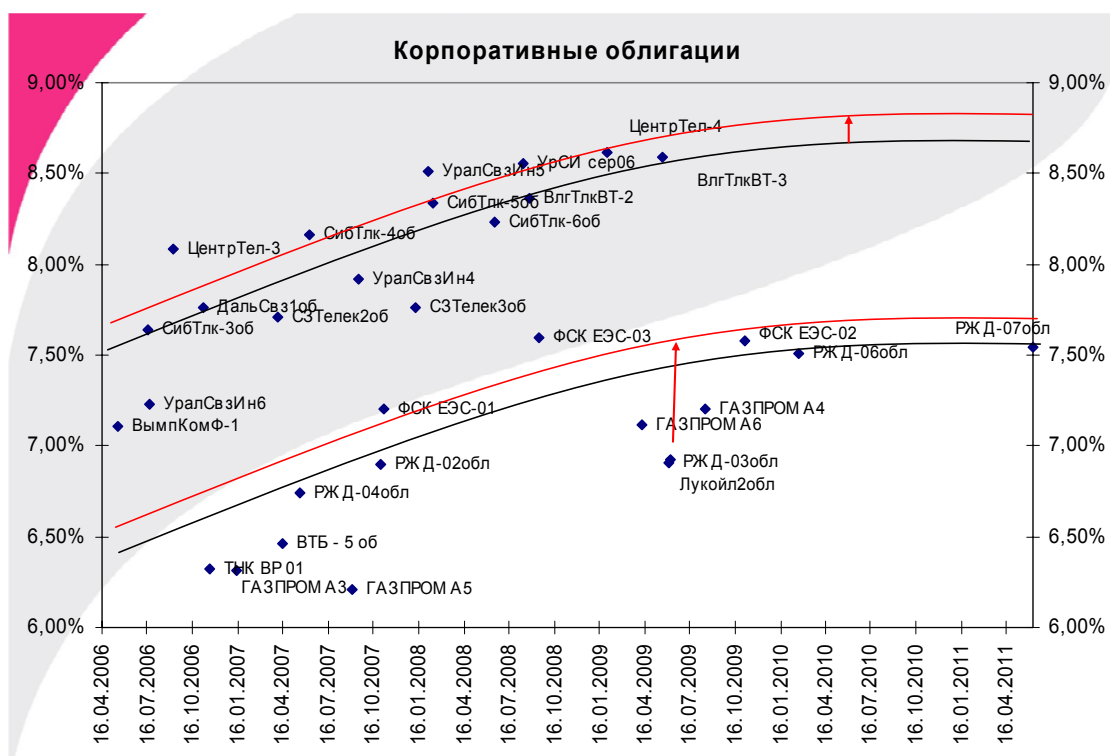
	На 10.03.2006		Прогноз на 31.03.2006		Доходность за период, % год	Рекомендация	Дюрация
	Доходность	Цена	Доходность	Цена			
ОФЗ 46017	6,85%	105,7	6,95%	104,88	-3,26%	Продавать	6,96
ОФЗ 46018	6,86%	110,5	6,95%	109,59	-3,84%	Продавать	8,66
ОФЗ 46019	6,97%	54,85	7,05%	54,66	-5,27%	Продавать	10,22
ОФЗ 46005	6,82%	44,9	7,05%	43,93	-32,86%	Продавать	12,13
МГор44-об	6,84%	111,1	7,00%	109,84	-8,09%	Продавать	6,51
МГор39-об	6,83%	111,2	7,00%	109,95	-8,00%	Продавать	6,08



**Корпоративные облигации**

**Владимир Малиновский**  
V.Malinovskiy@cf.ru

Перспективы долгового рынка продолжаем оценивать как негативные, несмотря на уже состоявшееся снижение котировок облигаций на прошедшей неделе. Считаем возможным рост доходности по «голубым фишкам» корпоративного сегмента еще на 10-20 б.п. в ближайшие несколько недель на фоне очередной волны коррекции по облигациям в США. Хотя некоторые бумаги и достигли целевого уровня доходности, сохраняем рекомендацию «продавать» их и одновременно корректируем прогнозируемый уровень ставок.



Рекомендация «покупать» остается актуальной для краткосрочных выпусков второго-третьего эшелонов с относительно высокой доходностью. В список интересных займов включаем облигации «Европейской подшипниковой корпорации» (ЕПК) с доходностью порядка 10–10.5% годовых к оферте в октябре 2006 года (см. аналитическую записку от 10 марта).

ЕПК объединяет ряд предприятий, осуществляющих выпуск и реализацию подшипников и деталей к ним, а также предпродажный и послепродажный сервис. В их числе крупнейшие российские производители: ОАО «Московский подшипник», ОАО «Волжский подшипниковый завод», ЗАО «Степногорский подшипниковый завод» и недавно созданное ОАО «Московский завод авиационных подшипников». 30 августа 2005 г. холдинг объявил о покупке ОАО «ЗАП» (Самара) — отечественного лидера по производству спецподшипников.

**Конкурентные преимущества ЕПК:**

- занимает порядка 35–40% российского рынка подшипников, в том числе 80% сегмента спецподшипников;
- согласно отчетности по МСФО, в 2004 году выручка холдинга составила 5.9 млрд руб., чистая прибыль — 861 млн руб. Суммарные активы увеличились до 3.7 млрд руб. (против 2,82 млрд руб. в 2003 г.), капитал – до 2.3 млрд (против 1,3 млрд руб.). Кредиторская задолженность уменьшилась с 815 млн руб. до 787 млн руб.;
- заключен контракт с РЖД о поставке до 2010 года подшипников на сумму 16 млрд руб.



**Конкурентные недостатки ЕПК:**

- относительно низкий уровень информационной прозрачности;
- необходимость модернизации производства.

Консолидированные данные ЕПК, млн руб.	2003 г.	2004 г.
Активы	2824	3716
Капитал	1278	2139
Чистая прибыль	259	861

*Текущее состояние холдинга оцениваем как стабильное, заключенный контракт с РЖД позволяет прогнозировать будущие денежные потоки.*

*Рекомендуем включить займ ЕПК-1 в «защитный» портфель.*

**Таблица рекомендаций**

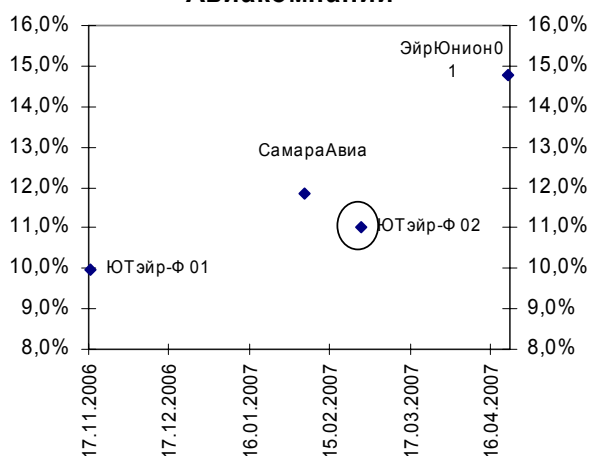
	На 10.03.2006		Прогноз на 31.03.2006		Доходность за период, % год	Рекомендация	Дюрация
	Доходность	Цена	Доходность	Цена			
РЖД-03обл	6,91%	104,99	7,30%	103,67	-10,96%	Продавать	3,24
Лукойл2обл	6,93%	101,4	7,20%	100,54	-5,63%	Продавать	3,24
ПятерочкаФ	8,61%	110,4	8,85%	109,45	-2,63%	Продавать	3,37
СЗТелекЗоб	7,76%	103,1	8,10%	102,42	-1,06%	Продавать	1,82
ГАЗПРОМ А6	7,12%	99,85	7,30%	99,34	-0,80%	Продавать	3,08
РЖД-07обл	7,54%	100,75	7,65%	100,2	-0,78%	Продавать	5,25
ЧТПЗ 01об	8,48%	102,4	8,80%	101,73	-0,66%	Продавать	2,06
СибТлк-6об	8,23%	99,5	8,50%	98,95	-0,50%	Продавать	2,27
ГАЗПРОМ А4	7,20%	103,85	7,35%	103,31	0,00%	Продавать	3,43
ЦентрТел-4	8,62%	115,75	8,80%	114,93	1,14%	Продавать	2,89
ФСК ЕЭС-02	7,58%	102,9	7,70%	102,45	1,34%	Продавать	3,65
ПятерочФ 2	8,72%	102,9	8,85%	102,4	1,62%	Продавать	3,90
РЖД-06обл	7,51%	99,93	7,60%	99,58	1,99%	Продавать	3,95
ВлгТлкВТ-3	8,59%	100,25	8,70%	99,92	3,40%	Продавать	3,19
ВлгТлкВТ-2	8,36%	100	8,50%	99,69	3,41%	Продавать	2,46
УралСвзИн4	7,92%	103,35	8,10%	102,97	3,94%	Продавать	1,51
ФСК ЕЭС-03	7,60%	99,1	7,65%	99	5,54%	Держать	2,52
СибТлк-5об	8,34%	101,96	8,40%	101,79	6,28%	Держать	1,92
УрСИ сер06	8,55%	99,56	8,60%	99,47	6,71%	Держать	2,42
СибТлк-4об	8,16%	105,5	8,20%	105,2	7,37%	Держать	1,24
УралСвзИн5	8,51%	101,6	8,50%	101,58	8,45%	Держать	1,90
Разгуляй-1	9,71%	101	9,70%	100,72	9,31%	Покупать	0,24
ЮТК-01 об.	10,51%	101,95	10,50%	101,7	9,59%	Покупать	0,48
ЮТК-03 об.	10,79%	100,15	10,00%	100,08	10,65%	Покупать	0,09
ЮТК-02 об.	10,64%	100,09	10,60%	100,11	10,70%	Покупать	0,89
ЮТК-04 об.	10,84%	99,44	10,80%	99,51	11,36%	Покупать	2,16
ВолгоБур01	10,99%	100,2	10,80%	100,28	11,76%	Покупать	0,56
Трансмаш-1	10,40%	100,8	9,20%	100,75	12,66%	Покупать	0,23
ЕПК-1	10,65%	99,1	10,00%	99,51	14,57%	Покупать	0,55
РазгуляйФ1	11,81%	100	11,50%	100,29	15,17%	Покупать	0,99
ГТ-ТЭЦ Зоб	10,59%	101	9,50%	101,47	18,17%	Покупать	0,60
Русарго 01	12,35%	99,7	11,50%	100,31	20,67%	Покупать	0,83

**Первичные размещения**

На текущей неделе свои бумаги намереваются размещать всего два эмитента: «ЮТэйр-Финанс» (объем займа — 1 млрд руб., поручитель — ОАО «Авиакомпания "ЮТэйр"») и «Элемтэ» (объем займа — 600 млн руб.).

«Авиакомпания "ЮТэйр"» — один из ведущих российских авиаперевозчиков. По итогам 2005 года она заняла 4-е место по количеству перевезенных пассажиров, потеснив с этой позиции «Красэйр». Технический парк компании состоит из 118 самолетов, 34 из которых эксплуатируются на правах аренды. Порядка 29.6% выручки получено от вертолетных перевозок. В этой области «ЮТэйр» занимает лидирующие позиции в России (на ее балансе находится 172 вертолета).

**Авиакомпании**



На оценку кредитоспособности «ЮТэйр» негативно влияют, во-первых, характерная для всей отрасли низкая доля собственных средств в пассивах. Во-вторых, рост цен на ГСМ не позволяет повысить рентабельность, даже невзирая на стабильный рост выручки. Кроме того, значительная часть самолетного парка требует замены.

В качестве позитивных моментов отметим, во-первых, достаточно хорошую структуру долга, доля долгосрочных обязательств занимает более 75%. Показатели краткосрочной ликвидности также находятся на хорошем уровне. Во-вторых, бизнес компании в достаточной мере диверсифицирован (порядка 30% доходов приносит уникальное направление

деятельности — вертолетные перевозки).

Подытоживая вышесказанное, оцениваем доходность займа Ютэйр-Ф к годовой оферте порядка 11% годовых.

	9 месяцев 2005 года				
	«СамараАвиа»	«Красэйр»	«Ютэйр»	«Аэрофлот»	«Сибирь»
Активы	1 642 856	4 457 105	<b>7 093 041</b>	28 630 154	10 544 740
Выручка	1 299 262	8 060 552	<b>8 124 355</b>	45 028 143	13 899 340
Доля собств. средств в активах	29,9%	9,2%	<b>20,2%</b>	60,0%	12,5%
Коэф-т текущей ликвидности	0,85	0,81	<b>2,09</b>	2,40	1,12
Коэф-т быстрой ликвидности	0,60	0,52	<b>1,28</b>	2,02	1,02
Доля чистого долга в активах	44%	49%	<b>66%</b>	39%	35%
Доля долгосрочных обязательств в чистом долге (так?)	73%	40%	<b>77%</b>	34%	93%
% расходы/ операц. прибыль	Менее 0	0,67	<b>1,00</b>	0,09	0,94
Выручка/чистый долг	1,91	3,03	<b>1,63</b>	7,49	3,22
Операц. прибыль/ краткосрочный долг	-0,79	0,19	<b>0,21</b>	0,43	1,36
Операционная рентабельность	Менее 0	3,88%	<b>2,95%</b>	3,80%	2,87%
Рентабельность чистой прибыли	Менее 0	0,35%	<b>0,40%</b>	5,24%	0,13%

## Еврооблигации

**Дмитрий Зак**  
D.Zak@cf.ru

### Негативная динамика сохраняется...

Вот уже первая половина марта позади, а цены еврооблигаций продолжают падать в предвкушении судьбоносного решения Федеральной резервной системы США. Американские казначейские облигации по доходности вплотную подошли к отметке в 4.8% годовых. До заседания ФРС остается ровно две недели. Увидим ли мы отскок в этот период, либо коррекция произойдет «по факту»?

На минувшей неделе доходность суверенных евробондов стран Emerging Market выросла на очередные 0.05-0.15 п.п., однако спрэды к Tbonds практически не сдвинулись с достигнутых недель ранее локальных максимумов. По Rus-30 спрэд к US-10 по итогам недели составил 110 б.п., по Mex-19 и Brazil-40, соответственно, 111 и 181 б.п.

Таким образом, есть основания предполагать, что краткосрочный тренд на рост доходности иссякает. Ближе к дате заседания ФРС можно ожидать подъема цен в рамках коррекции после двухнедельного падения. Мы, однако, считаем, что коррекционная волна вряд ли будет длинной: из США по-прежнему поступают преимущественно позитивные макроэкономические данные, да и слухи о грядущем ужесточении денежно-кредитной политики Еврозоны и Японии лишь подогреют ожидания дальнейшего повышения учетных ставок в США.

Поэтому погоду на рынке по-прежнему определяют американские финансовые власти. По нашему мнению, основной тренд на апрель-май будет задан не только самим решением о сохранении (изменении) ставок, но и сопутствующим комментарием ФРС.

### Наш прогноз:

До конца марта бенчмарк US-10 видим на уровнях не ниже 4.7–4.75% годовых. Однако не исключаем сохранения инверсии кривой Tbonds: по более коротким выпускам доходность может достигнуть 4.85%. Евробонды стран Emerging Market (за исключением России) считаем перекупленными; потенциал сокращения спреда Rus-30 vs US-10 оцениваем не более чем в 15–20 б.п. от текущих уровней.

### Рекомендации:

**— покупать спрэд Rus-30 к US-10**

Целевой уровень по спрэду — 90 б.п. (текущий уровень — 110 б.п.)

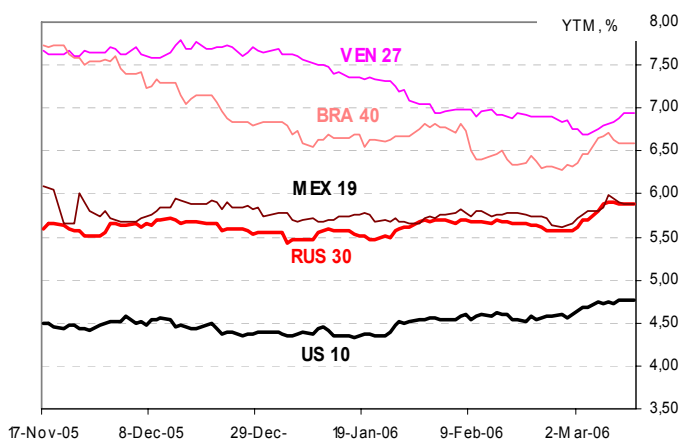
**— покупать еврооблигации SINEK**

Целевой уровень по цене — 108.0% от номинала (текущая цена — 101.5%).

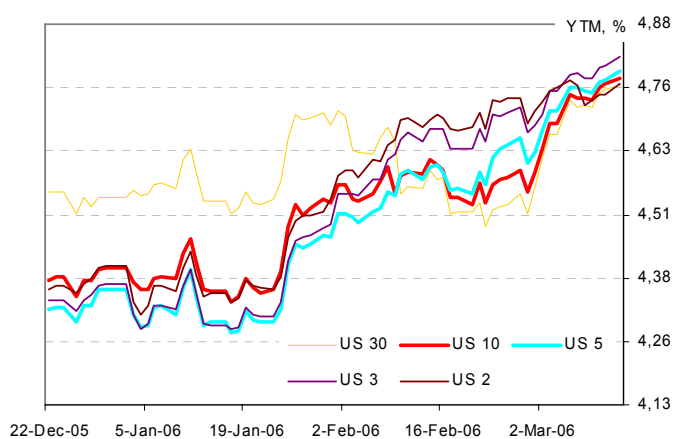
**— покупать еврооблигации Интер РАО**

Целевой уровень по цене — 102.7% от номинала (текущая цена — 100.5%).

**Доходность суверенных еврооблигаций**



**Доходность казначейских облигаций США**



**Департамент долговых Рынков**

**Отдел Продаж (Санкт-Петербург)**

+ 7 (812) 326 13 05

Наталия Газиева

Анна Думчева

Ирина Зеленцова

Анна Широкова

**Отдел Продаж (Москва)**

+ 7 (495) 771 65 37

Анна Грицаенко

Алексей Васильев

Дмитрий Иванов

Антон Кихаев

Наталья Ляховская

Дмитрий Попов

Михаил Хазан

Юля Чудина

Анна Ярославцева

**Международные Продажи**

Егор Заостровцев

+ 7 (812) 332 35 00

Елена Мелешкова

+ 7 (812) 332 35 21

**Аналитическое Управление**

+ 7 (812) 326 13 05

Летишия Риджески,  
Начальник Аналитического управления

Владимир Малиновский,  
Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств

Дмитрий Зак,  
Старший аналитик

Илья Кубарь,  
Аналитик

---

*Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. «КИТ Финанс» не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако «КИТ Финанс» имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс». «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.*

---