



# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

### На «майские» с «высоко эшелонированным» тылом!

Выпуск	Дюрация	Доходность
Волга, 1	0,87	10,14
Группа ЛСР, 1	0,90	11,86
Матрица Фин., 1	1,08	12,62
НИТОЛ, 1	0,65	10,27
РОСИНТЕР, 3	0,61	10,16
ТОП-КНИГА, 1	1,24	10,99
Удмуртнефтепр., 1	0,60	9,92
ЮТК, 3	1,41	9,78
Ютэйр Финанс, 1	0,57	10,37

На протяжении последних месяцев настроения участников рынка относительно дальнейшей динамики процентных ставок в США менялись с завидной постоянностью. В начале года, на фоне замедления в 4 кв. прошлого года, наблюдался рост уверенности участников рынка о скором завершении цикла повышения ставок. Ускорение экономики в первом квартале нынешнего года, спровоцировали спекуляции о возможном росте ставок до 5,25-5,50% к концу года.

Расшифровка последнего заседания ФРС показала, что настроения членов комитета начинают меняться: ряд участников высказали опасения о возможном негативном воздействии предыдущих повышений на экономику.

По нашим оценкам, на предстоящем 10 мая заседании Комитет по открытым рынкам ФРС США все же повысит уровень процентных ставок на дополнительные 25 б.п. Особый интерес будет представлять абзац, в котором ФРС формулирует вектор направления кредитно-денежной политики. В настоящий момент он «повышательный», тон последних комментариев не исключает его изменения на более сдержанный «нейтральный».

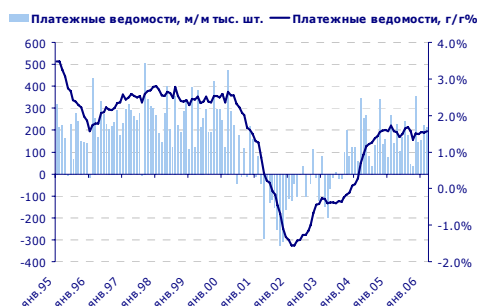
Данные по инфляции за март несколько «смазали» радужную реакцию рынка на опубликованные накануне заявления ФРС; доходность десятилетних казначейских облигаций США вновь преодолела психологический барьер в 5,0%.

Прошедшие в середине недели аукционы по размещению ОФЗ показали, что в длинном сегменте участники рынка пока не готовы воспринять идею о возможном завершении повышательного цикла ставок в США. Средневзвешенная доходность по ОФЗ-АД была установлена на уровне 7,07%, по ОФЗ-ПД - 6,63%. Таким образом, премия для участников аукциона составила 3-5 б.п. по обоим выпускам.

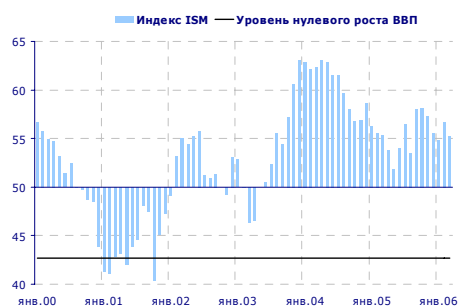
**С учетом предстоящих майских праздников и традиционного снижения активности мы рекомендуем консервативным инвесторам дожидаться результатов заседания ФРС; лучший «защитный» актив – высокодоходные надежные бумаги с короткой дюрацией.**

**Замедление экономической активности в США в конце 2005 г. привело к росту уверенности о скором окончании цикла повышения ставок.**

**Ускорение в 1 кв. 2006 г. вызвало спекуляции о росте ставок до 5,25-5,50% к концу года.**



Темп роста занятости США, %. Источник: Bureau of Labor Statistics, ГК «РЕГИОН».



Индекс производственной активности ISM США, %. Источник: ISM, ГК «РЕГИОН».

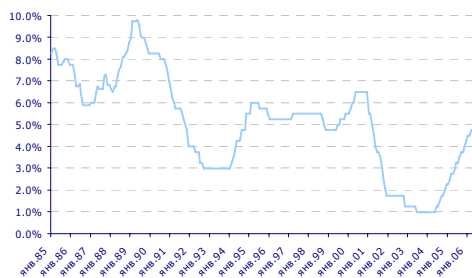
В последние месяцы одной из ключевых определяющих для рынка рублевых облигаций стала ситуация на внешнем долговом рынке. В начале года на рынке сложились ожидания относительно скорого завершения цикла повышения ставок в США. В основном данные суждения базировались на данных, показавших охлаждение экономической активности в конце прошлого года. Действительно, темп роста ВВП в четвертом квартале прошлого года составил «всего» 1,7%, что стало минимальным уровнем с 4 кв. 2002 г. Стоит подчеркнуть, что данные настроения нашли отражение и в выступлениях представителей ФРС. В частности в расшифровке результатов январского заседания Комитета по открытым рынкам ФРС США «проскользнула» строчка о том, что будущие решения будет невозможно принимать единодушно, т.к. динамика экономических показателей будет, по мнению ФРС, весьма неоднозначной.

В начале года американская экономика ускорила темпы роста, большинство значений экономических показателей выходили выше, ожидаемых планок. В частности, можно отметить рост занятости в несельскохозяйственном секторе, который по итогам первого квартала составил более 400 тыс. Уровень безработицы в марте месяце составил 4,7%, что является минимальным значением с июля 2001 г. Индекс производственной активности ISM в январе вырос до отметки 54,8, в феврале был зафиксирован максимум за последние три месяца, в марте индекс вырос до уровня 55,2. Напомним, что значения выше 50 означают рост производственной активности, значения выше 42,7 — рост экономики. Темп роста розничных продаж в годовом исчислении (на их долю приходится 2/3 ВВП) в последние месяцы составляет порядка 7,0-9,0% и порядка 7,0-7,5% (без учета продаж автомобилей).

На фоне положительной макроэкономической статистики, на американском долговом рынке возобновилось снижение цен, в частности десятилетние казначейские облигации на прошлой неделе преодолели психологический уровень в 5,0%. Стоит отметить, что большинство экономистов сдержанно относятся к идее повышения ставок выше 5,0%. В частности, согласно последнему опросу дилеров первичного рынка (24 марта), медианное значение прогноза уровня ставок на июнь составило 5,0%, на сентябрь — 5,0%, на март следующего года — 5,0%. Одновременно с тем, рынок крайне болезненно реагирует на каждую новую порцию макроэкономической статистики. Причем, подчас, реакция идет на данные, которые в обычной обстановке считаются несущественными и не обращают на себя никакого внимания. На наш взгляд, подобное поведение рынка отражает двойственность и неопределенность нынешней ситуации. Динамика поведения фьючерсов на федеральные фонды (fed fund rate) показывает, что участники рынка весьма переменчиво относятся к идее роста ставок выше 5,0%.

Справедливости ради, стоит подчеркнуть, что уже в начале года динамика некоторых макроэкономических показателей США начала выглядеть весьма неоднозначной: например, объем непроданного жилья (первичный и вторичный рынки) находится на уровне полугода, что соответствует максимуму с середины 90-х гг. Объем промышленных заказов (за вычетом волатильной авиационной и военной составляющих) демонстрирует замедление на протяжении последнего полугода.

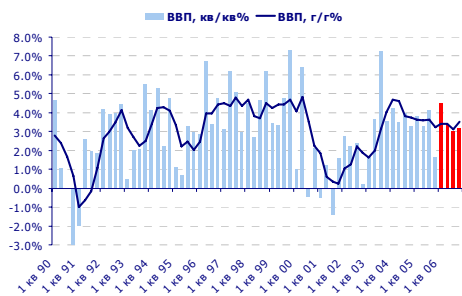
**Расшифровка мартовского заседания ФРС заставила участников рынка вновь задуматься о скором завершении цикла.**



Ставка по федеральным фондам, %. Источник: Federal Reserve System, ГК «РЕГИОН».

**Наш прогноз:**

- **рост ВВП в 1 кв. — 4,5%,**
- **10 мая ставки повысят до 5,0%.**



Темп роста ВВП США, %. Источник: Department of Commerce, ГК «РЕГИОН».

Серьезный интерес рынка был привлечен к расшифровке мартовского заседания ФРС. Основная идея: процесс завершения ставок подходит к концу. Настроения членов Комитета по операциям на открытом рынке весьма легко понять. С одной стороны, все понимают, что рост ставок не может происходить вечно, ФРС в совокупности уже 15 раз прибегало к этой процедуре. Далее, большинство исследований показывают, что с момента повышения ставки до момента реального воздействия на экономику проходит 12-18 месяцев, следовательно, сейчас мы можем видеть всего лишь «слепок» ситуации годовой-полугодовой давности (уровень ставок 1,75-2,75%). В предыдущем цикле (1999-00 гг.) максимальным уровнем ставок стало значение в 6,50%. Но существенное отличие предыдущей ситуации от нынешней заключалось в том, что на фоне колоссального роста фондовых рынков росло и «виртуальное» благосостояние домохозяйств. По сути, потребители наращивали и кредитовали свои расходы под залог «виртуальных» доходов на фондовом рынке. Сейчас ситуация несколько иная: рост индекса S&P 500 с начала 2004 г. составил всего 16%, Dow Jones — 6%, NASDAQ Composite — 13%. Нынешний экономический рост, на наш взгляд, преимущественно базируется на сильнейшем стимулировании экономики, проведенной ФРС в 2000-2003 гг. Снизив ставку до минимального значения за последние 40 лет (президентство Д.Кеннеди) и сделав это максимально быстрыми темпами со времен Великой Депрессии, монетарные власти США «вплеснули» в экономику колоссальный объем ликвидности. Кстати, быстрый обратный процесс повышения ставок — всего лишь оборотная медаль вышесказанного.

С другой стороны, вышедшие в начале года данные соответствуют, по нашим оценкам, темпам роста ВВП на уровне 4,5%. Достаточно серьезная проблема состоит в том, что источник инфляции находится за пределами Америки (инфляция предложения). Рост цен на нефть до 60-70 \$/bbl, несмотря на снизившуюся энергозависимость, попросту не может не оказывать инфляционного давления на экономику США. Обратите внимание, рост индекса потребительских цен с исключением цен на продукты питания и энергоносители в годовом исчислении находится на уровне 2,0-2,1%, что вполне приемлемо с точки зрения экономических властей США. Вместе с тем, общий индекс инфляции в годовом выражении растет на 3,5-4,0%, а это уже несколько более высокие темпы роста. Сочетание этих факторов, попросту, не позволяло ФРС в последнее время «сидеть в бездействии».

В настоящий момент участники рынка ожидают замедления американской экономики во втором-третьем кварталах до 3,0-3,5%. В частности, в последнем опросе, проводимом Федеральным Резервным Банком Филадельфии (Survey of Professional Forecasters), прогноз темпов роста ВВП во втором квартале был незначительно повышен до 3,4%, на третий — снижен до 3,0%, на четвертый — оставлен без изменений (3,2%). Реализация данного сценария позволит ФРС, «взять долгожданную паузу».

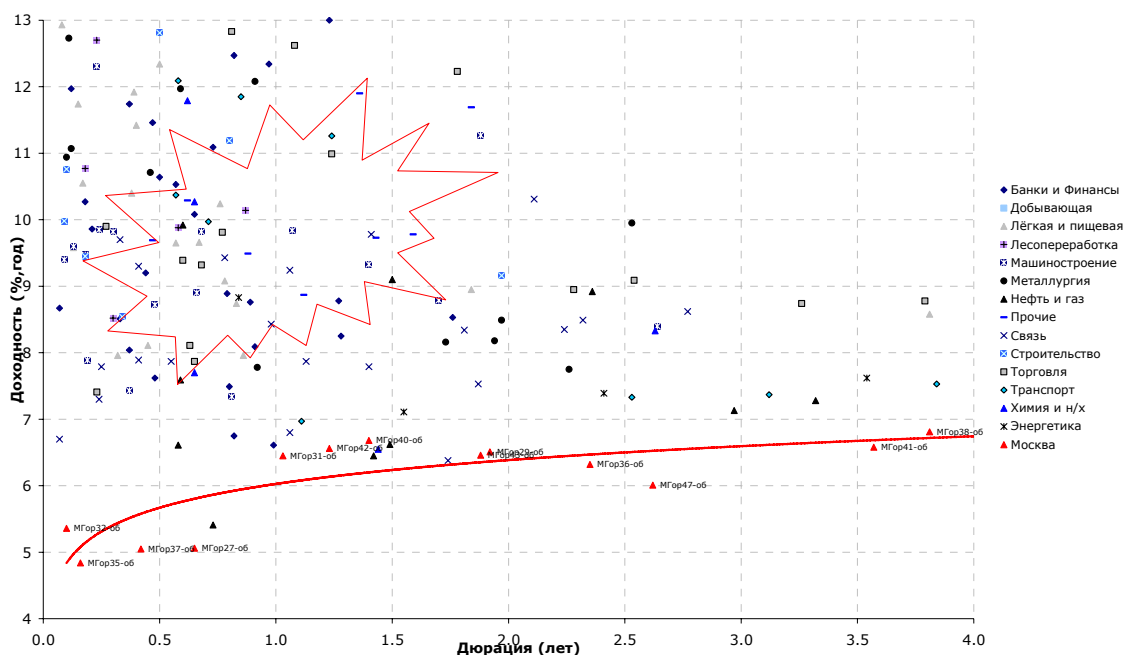
**Ситуация со ставками в США прояснится не ранее второй половины мая. Пока рынок демонстрирует крайне болезненную реакцию на каждую новую порцию статистики.**

Расшифровка последнего заседания ФРС вселила в участников рынка надежду, что цикл повышения ставок завершен. В своих обзорах, мы неоднократно подчеркивали, что, по нашему мнению, уровень в 5,0% станет разворотной точкой в нынешнем цикле повышения ставок. Но, в сознании большинства инвесторов переворот может наступить только после майского заседания ФРС и то при условии «мягких» комментариев. Очень важный момент - изменение т.н. вектора направления кредитно-денежной политики. Пока он «повышательный». Исходя из тона последних заявлений, можно прогнозировать его смену на «нейтральный». Но как при этом ФРС отреагирует на последние высокие данные по инфляции? Еще один важный момент для внутренних инвесторов—предстоящие майские праздники. Стоит ли принимать решения сейчас или необходимо дождаться более четких сигналов? Традиционно активность в период праздников резко падает, возобновления активности можно ожидать только во второй половине мая после результатов заседания ФРС.

**Консервативным инвесторам следует дождаться результатов заседания ФРС; лучший актив—высокодоходные надежные бумаги с короткой дюрацией.**

Исходя из вышесказанного, консервативным инвесторам мы рекомендуем дождаться результатов предстоящего заседания ФРС (10 мая) и только после делать выводы о возможности завершения цикла роста ставок. Спекулятивно настроенным инвесторам следует обратить внимание на подешевевшие облигации со средней дюрацией в расчете на предполагаемое окончание цикла повышения ставок в США.

Лучшим «защитным» инструментом на ближайшие несколько недель, по нашему мнению, будут облигации с дюрацией 0,5-1,5 года и доходностью порядка 10,0% годовых и выше. При выборе инструментов, в качестве основного параметра мы использовали оценку кредитного качества эмитента, согласно которой эмитент должен входить в группу не ниже «удовлетворительной надежности» (в соответствии с методикой определения кредитного качества ГК «РЕГИОН»). Кроме того, принималось во внимание лидирующее положение компаний-эмитентов в отрасли (регионе), темпы их роста производственных и финансовых показателей.



№	Выпуск	Купон, %	Доходность, %	Дюрация, лет	Комментарий
1	Волга,1	12,00	10,14	0,87	ОАО "Волга" - один из крупнейших производителей газетной бумаги в России, доля рынка производства газетной бумаги которого оценивается в 30%. За 9 мес. 2005 г. выручка компании выросла на 14% до 5,1 млрд. руб. Операционная прибыль выросла в 5 раз до 1,0 млрд. руб. Маржа EBIT выросла до 20,7% с 4,5% в сопоставимом периоде прошлого года. В отчетном периоде компания показала прибыль в 790 млн. руб. после убытка в сопоставимом периоде 2004 г. Рост рентабельности позволил компании значительно улучшить коэф. покрытия. Так Долг/EBIT сократился до 1,62× с 7,67×, EBIT превышает размер % платежей в 3383 раза!
2	Группа ЛСР,1	11,00	11,86	0,90	Группа ЛСР является вертикально интегрированным строительным холдингом и одним из лидеров строительной отрасли на Северо-западе РФ. Группу отличает динамичное развитие бизнеса и рост производственных показателей. По итогам 2005 года по данным консолидированной отчетности, составленной по РСБУ, активы и выручка выросли по сравнению с 2004 годом и составили 20,527 млрд. руб. (+49%) и 18,424 млрд. руб. (+42%) соответственно. Чистая прибыль Группы выросла с 342 млн. руб. в 2004 году до 1 155 млн. руб.
3	Матрица Финанс, 1	12,32	12,62	1,08	Группа компаний Матрица работает в секторе розничной торговли, которая в настоящее время растет опережающими темпами по сравнению с экономикой России. Матрица является крупнейшей сетью супермаркетов в Башкортостане. Кроме того, компании Группы являются крупнейшими игроками на рынке алкогольной продукции, на долю которых приходится около 65% оптового рынка продаж. Компания характеризуется высокими темпами развития и расширения бизнеса. Положительным моментом является высокая доля основных средств (около 75% активов), благодаря большой доле магазинов и складов (в т.ч. в Москве), находящихся в собственности.
4	НИТОЛ,1	12,00	10,27	0,65	Динамично развивающаяся компания, интересы которой сосредоточены в химической отрасли. Компания контролирует 35% рынка трихлорэтилена и 15% рынка эпихлоргидрина. С 2003 г. выручка компании выросла на 50% и, согласно оценкам, достигла 3,18 млрд. руб.
5	РОСИНТЕР,3	11,00	10,16	0,61	Одна из крупнейших ресторанных сетей России. Годовой оборот компании составляет \$100 млн. Валовая рентабельность на протяжении последних лет находится на уровне 60-64%, рентабельность чистой прибыли в 2005 г. выросла вдвое и достигла 4,4%.
6	ТОП-КНИГА, 1	11,35	10,99	1,24	К плюсам компании можно отнести грамотную маркетинговую политику: компания развивает несколько форматов розничных магазинов, каждый из которых позиционируется под собственной торговой маркой. Выручка в 2005 г. выросла на 61% до 4,2 млрд. руб. Маржа EBIT увеличилась до 6,3% с 2,7% в сопоставимом периоде прошлого года. Отношение финансового долга к прибыли до уплаты налогов и процентов находится на уровне 3,4×, коэф. покрытия процентных платежей EBIT—3,7%.
7	Удмуртнефтепродукт, 1	9,50	9,92	0,60	Компания занимает более 70% местного рынка сбыта нефтепродуктов. По сообщению RBC daily, в ближайшее время НК «ЛУКОЙЛ» выйдет на топливный рынок Удмуртии, выкупив у Комитета по управлению государственным имуществом Республики 41,81% акций ОАО «Удмуртнефтепродукт». Оформление сделки состоится в конце мая этого года.
8	ЮТК, 3	10,90	9,78	1,41	Неоднократно писали про потенциал компании. На наш взгляд, существующая недооценка бумаг компании, в частности третьего выпуска, сохраняется. Из последних событий подчеркнем, что 14 апреля держатели облигаций компании не исполнили права реализации пут-опциона.
9	Ютэйр Финанс, 1	10,65	10,37	0,57	Поручитель по займу - ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» - крупнейший российский оператор вертолетной техники и одна из ведущих вертолетных компаний в мире, парк которой насчитывает 172 единицы техники. По итогам 2005 года компания стала 4-м крупнейшим перевозчиком пассажиров, по темпам роста существенно опередив ближайших конкурентов (+29%). Динамика годовой выручки компании за последние 5 лет свидетельствует об устойчивом росте объемов реализации. В 2006 году ЮТэйр ожидает увеличение выручки почти в 1,5 раза по сравнению с прошлым годом.

## Группа компаний «РЕГИОН»

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭсМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: [www.regiongroup.ru](http://www.regiongroup.ru)

### Операции с акциями

#### Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб.335; e-mail: [pvaschenko@regnm.ru](mailto:pvaschenko@regnm.ru))

#### Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: [vladimirov@regnm.ru](mailto:vladimirov@regnm.ru))

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: [rita\\_petrova@regnm.ru](mailto:rita_petrova@regnm.ru))

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: [java@regnm.ru](mailto:java@regnm.ru))

#### Трейдеры:

Алексей Цырульник (доб.147; e-mail: [alexiz@regnm.ru](mailto:alexiz@regnm.ru))

Марина Муминова (доб.157; e-mail: [muminova@regnm.ru](mailto:muminova@regnm.ru)) и (095) 264-43-72 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: [frash@regnm.ru](mailto:frash@regnm.ru))

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: [letfullin@regnm.ru](mailto:letfullin@regnm.ru))

Орловский Максим (доб.534; e-mail: [orlovskiy@regnm.ru](mailto:orlovskiy@regnm.ru))

### Операции с векселями

Павел Гольшев (доб.303; e-mail: [golyshhev@regnm.ru](mailto:golyshhev@regnm.ru))

Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: [vys@regnm.ru](mailto:vys@regnm.ru))

Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: [lenash@regnm.ru](mailto:lenash@regnm.ru)),

Новикова Валентина (доб.543; e-mail: [valentine@regnm.ru](mailto:valentine@regnm.ru))

### Организация программ долгового Финансирования

Олег Дулебенец ( доб.584; e-mail: [dulebenets@regnm.ru](mailto:dulebenets@regnm.ru) )

Константин Ковалев (доб.547; e-mail: [kovalev@regnm.ru](mailto:kovalev@regnm.ru))

### Аналитическое и информационное Обслуживание

#### Директор по аналитике и информации:

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: [khodorovsky@regnm.ru](mailto:khodorovsky@regnm.ru))

#### Анализ финансовых рынков:

Александр Ермак (долговой рынок) (доб.405; e-mail: [aermak@regnm.ru](mailto:aermak@regnm.ru))

Константин Комиссаров (долговой рынок) (доб.428; e-mail: [komissarovl@regnm.ru](mailto:komissarovl@regnm.ru))

#### Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: [vva@regnm.ru](mailto:vva@regnm.ru))

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: [shago@regnm.ru](mailto:shago@regnm.ru))

### Операции с облигациями

Сергей Гуминский (доб.433; e-mail: [guminskiy@regnm.ru](mailto:guminskiy@regnm.ru))

Петр Костиков (доб.471; e-mail: [kostikov@regnm.ru](mailto:kostikov@regnm.ru))

Игорь Каграманян (доб.575; e-mail: [kia@regnm.ru](mailto:kia@regnm.ru))

### Доверительное управление

Сергей Малышев (доб.120; e-mail: [smalyshev@regnm.ru](mailto:smalyshev@regnm.ru)),

Данила Шевырин (доб.178; e-mail: [she\\_dv@regnm.ru](mailto:she_dv@regnm.ru)),

Екатерина Колотыркина (доб.180; e-mail: [kolot@regnm.ru](mailto:kolot@regnm.ru))

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.