

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Салаватнефтеоргсинтез: облигации высокого передела

- Салаватнефтеоргсинтез объединяет в своем составе нефтехимический и нефтеперерабатывающий комплексы, что является уникальным для российских предприятий и позволяет добиться большей независимости от рыночной конъюнктуры в отдельно взятом сегменте.
- Драйвером роста доходов для компании является дальнейшая диверсификация производства за счет углубления переработки сырья и организации выпуска продукции нефтехимии высоких переделов, востребованных на внутреннем рынке. Реализация намеченной инвестиционной программы в перспективе 3-4-х лет позволит предприятию закрепить свои позиции в нефтехимической отрасли и даст положительный эффект в выручке на период обращения нового облигационного выпуска (2004-2009 гг.) в размере 660 млн. долл.
- Текущее финансовое состояние эмитента характеризуется растущей долговой нагрузкой: за 3 квартала общий объем кредитов и займов увеличился на 87%. В то же время, увеличение кредитного плеча находит прямое отражение в темпах роста выручки предприятия: за счет заемных средств финансируется реализация инвестиционной программы и растущие объемы переработки нефтяного сырья.
- Мы полагаем, что 2-ой выпуск облигаций Салаватнефтеоргсинтеза будет позиционироваться во втором эшелоне рынка – справедливый уровень спреда к выпуску Газпром-5 мы оцениваем в пределах 300 б.п., что соответствует доходности к трехлетней оферте на уровне 10.22% годовых.

Салаватнефтеоргсинтез - один из крупнейших нефтеперерабатывающих и нефтехимических комплексов в России, располагающий проектной мощностью по первичной переработке углеводородного сырья около 12 млн.т./год. Доля предприятия на рынке различных продуктов нефтепереработки колеблется в пределах 0.3%-2.9%, по продуктам нефтехимии – 13.7%-42.6%. Эмитент является крупнейшим в России производителем бутиловых спиртов и занимает второе место по объемам производства пластиков – полистирола и полиэтилена (по итогам первого полугодия 2004 года), а после пуска в эксплуатацию в 2003 году комплекса по производству этилбензола-стирола мощностью 200 тыс. в год - второе место по объемам производства стирола. В рейтинге ведущих предприятий России «Эксперт-400» по итогам прошлого года компания заняла 54-ое место.

Салаватнефтеоргсинтез объединяет в своей структуре 8 заводов, каждый из которых специализируется на определенных технологиях и ассортименте товарных продуктов. Компания выпускает более 70 видов крупнотоннажной продукции: начиная от автомобильных бензинов и дизельного топлива и заканчивая широким спектром продукции нефтехимии и минеральных удобрений.

В общем объеме выручки на долю продуктов нефтехимии приходится порядка 70%, на долю продукции переработки – 30%. Наличие в составе предприятия и нефтехимического, и нефтеперерабатывающего комплексов и диверсифицированная структура выпуска уникальны для российских предприятий, что является одним из ключевых конкурентных преимуществ Салаватнефтеоргсинтеза, так как обеспечивает предприятию большую независимость от рыночной конъюнктуры в отдельно взятом сегменте.

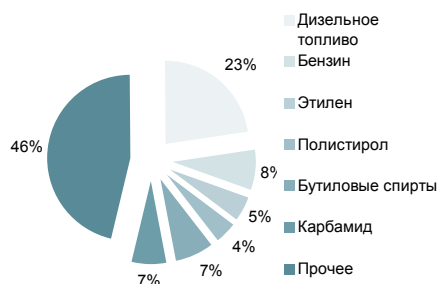
Последние несколько лет порядка 30-45% доходов компании формируется за счет экспортных поставок. Наиболее весомой статьей экспорта является дизельное топливо (43.5%). Всего на долю продуктов нефтепереработки приходится более 57% продаж на внешние рынки, на долю нефтехимии – 31.7%, еще порядка 11% составляют минеральные удобрения (карбамид). В первом полугодии компания обеспечила 28.6% российского экспорта стирола (33.3 млн. долл.), почти 50% реализованных бутиловых спиртов (29.9 млн. долл.), 4.7% экспортированных специальных бензинов (19.8 млн. долл.).

Рыночные позиции эмитента

Наименование	
Бутиловые спирты	42,5%
Пластикатор ДОФ	38,5%
Сольвент	37,0%
Толуол	33,0%
Ударопрочн. полистирол	36,6%
Полистирол общ. назначения	15,8%
Полистирол вспен.	14,5%
Полиэтилен ВД	13,7%
Мазут	2,9%
Бензины	0,4%
Дизельное топливо	0,3%

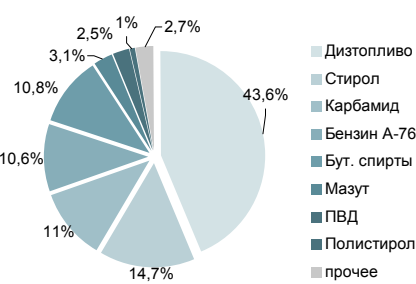
Источник: данные компании

Структура выручки, 1 кв. 2004 г.



Источник: данные компании

Структура экспортных продаж, 3 кв. 2004 г.



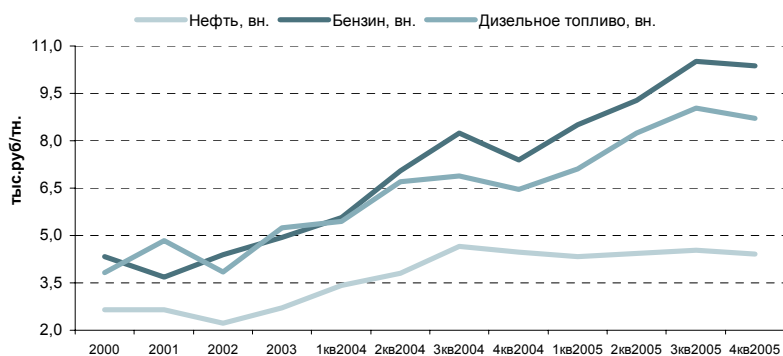
Источник: данные компании

Основные отраслевые тенденции

В целом, цены на нефтепродукты, как внутри страны, так и на основных экспортных рынках (преимущественно, страны Европы), начиная с 2003 года, находятся в стадии уверенного роста, повторяя растущий тренд на основное сырье – нефть. В то же время, стоит отметить, что динамика цен на бензин и дизельное топливо исторически следует за ценами на основное сырье с определенным лагом. В частности, средняя розничная цена на дизельное топливо на европейском рынке (на примере Германии) в январе-октябре выросла на 18,6%, на бензин – порядка 11,6%, тогда как стоимость одного барреля нефти марки Brent с начала года выросла на 62%. Аналогичный тренд прослеживался на внутреннем рынке – в том числе и для Салаватнефтеоргсинтеза: темп роста средней цены реализации бензина в третьем квартале по сравнению со средней ценой в 2003 году составил 66%, дизельного топлива и мазута – 31% и 32%, тогда как аналогичный усредненный показатель прироста закупочных цен нефтяного сырья составил 72%.

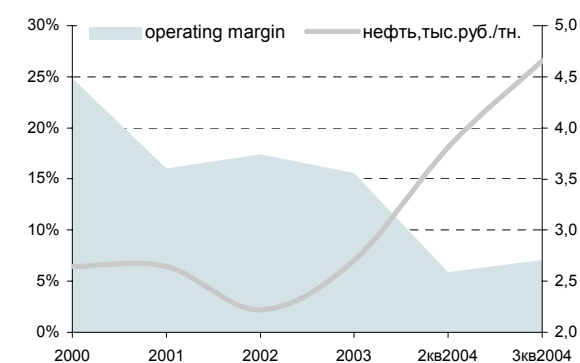
«Запаздывание» ценового тренда по нефтепродуктам по отношению к динамике цен на нефть приводит к сокращению рентабельности нефтепереработчиков на растущей стадии цикла нефтяных цен – и наоборот, появлению сверхприбыли на стадии снижения за счет опережающего падения стоимости сырья. При этом, стоит отметить, что если большинство российских НПЗ входят в состав крупных нефтяных холдингов и частично защищены от падения нормы прибыли, так как получают нефть по «трансфертным» ценам, то независимым переработчикам (Салаватнефтеоргсинтез) приходится покупать нефтяное сырье по рыночной стоимости. Таким образом, текущая конъюнктура на внутреннем и внешнем рынках нефтепродуктов благоприятна для эмитента с точки зрения роста доходов – и вместе с тем приводит к потерям с точки зрения рентабельности бизнеса.

Динамика внутренних цен на нефтепродукты, нефть, прогноз на 2005 г.



Источник: данные компании

Рост внутренних цен на нефть и рентабельность бизнеса



Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Для Салаватнефтеоргсинтеза негативный тренд рентабельности в нефтепереработке отчасти компенсируется более успешными результатами в сегменте продуктов нефтехимии.

Российская отрасль нефтехимии последние несколько лет активно развивается – ведущие предприятия отрасли осуществляют крупномасштабные инвестиции в новые производства и модернизацию существующих мощностей. При этом, основной упор делается на продукты высокой добавленной стоимости, внутреннее производство которых не обеспечивает внутренний спрос (например, некоторых видов полистирола, широко используемых в производстве упаковки и ряде других отраслей промышленности). Так, в прошлом году ОАО Нижнекамскнефтехим ввел в строй мощности по производству ударопрочного полистирола, существенно сократив потребности российских потребителей в импорте: в текущем году дефицит выпуска по данному виду продукции должен сократиться с 21% до 6,4% от общего объема внутреннего рынка.

По всей видимости, импортозамещение станет ключевым драйвером роста в российской

отрасли нефтехимии в среднесрочной перспективе. Кроме того, ожидается и дальнейший рост внутреннего спроса: по оценкам эмитента, в 2005 году он составит 2-16% по различным видам полистирола, порядка 6.4% по полиэтилену. При этом, ввод в строй новых мощностей по производству полимеров (полистирол) влечет за собой увеличение спроса на базовые продукты – в частности, стирол: в 2004 году оценочные темпы роста внутреннего рынка должны составить 34%.

Дефицит, присутствующий по ряду продуктов нефтехимии, повышение внутреннего спроса, а также растущие цены на мировых рынках (в частности, по таким продуктам, как стирол, бутиловые спирты), обеспечивает благоприятную рыночную конъюнктуру и внутри страны. Так, по различным маркам полимеров рост отпускных цен с начала года по октябрь в среднем составил 40%-60%, по продуктам нефтеоргсинтеза (этилен, бутиловые спирты) – 10%-15%.

Внутреннее производство и потребление продуктов нефтехимии: темпы роста и балансы

	стирол			полистирол вспенивающийся			полистирол общего назначения			полистирол ударопрочный			бутиловые спирты			полиэтилен высокого давления		
	2003	2004О	2005П	2003	2004О	2005П	2003	2004О	2005П	2003	2004О	2005П	2003	2004О	2005П	2003	2004О	2005П
спрос	25%	34%	16%	-0,3%	2%	4%	-3%	12%	15%	1%	4%	2%	1%	13%	17%	1,9%	5,7%	5,4%
предложение	15%	21%	13%	11%	-1%	36%	84%	109%	15%	20%	24%	15%	4,8%	0,7%	1,1%	0,8%	3,1%	0,5%
дефицит*	-	-	-	61,1%	62,4%	50%	27%	-	-	21%	6,4%	-	-	-	-	-	-	-

Источник: данные компании

Основные направления развития Салаватнефтеоргсинтеза в нефтехимии на горизонте ближайших 3-4 лет связаны с началом производства наиболее востребованных на рынке продуктов высокого передела – вспенивающегося и ударопрочного полистирола, а также высококачественного суспензионного полиэтилена.

Инвестиционная программа

- 1) Строительство новых установок по производству вспенивающегося и ударопрочного полистирола.

Вспенивающийся полистирол, в основном используемый для производства различных видов упаковок, является одним из наиболее дефицитных на российском рынке: внутренний выпуск сейчас покрывает лишь около 40% потребностей российских покупателей. По ударопрочному стирулу баланс в 2003 году сдвинулся в сторону увеличения предложения за счет запуска производства на Нижнекамскнефтехиме, однако учитывая растущий спрос на данный вид пластика на мировом рынке, данное направление также представляется довольно перспективным.

Срок реализации обоих проектов по полистиролу – 2004-2005 гг., общие инвестиционные затраты должны составить порядка 80 млн. долл. Стоит отметить, что после запуска новой установки по производству стирула/этиленбензола в прошлом году, предприятие способно полностью обеспечить увеличение выпуска пластиков собственным сырьем. Срок окупаемости обоих проектов составляет 3.5 и 4.2 года соответственно. Ориентировочно, положительный эффект (выражающийся в приросте продаж) от строительства новых установок, с учетом сокращения продаж стирула, в 2007 году должен составить 48.7 млн. долл., в 2008 г. – 50.7 млн. долл.

- 2) Строительство установки по производству суспензионного полиэтилена мощностью 120 тыс. тонн в год.

Реализация проекта позволит получать полиэтилен низкого давления для выпуска крупногабаритной тары, а также водопроводных и газовых труб (в том числе, марки ПЭ-100). Последний сегмент представляется одним из наиболее интересных с точки зрения импортозамещения: значительная доля сырья, используемого российскими производителями (например, холдинг «Евротрубпласт»), сейчас является импортным. Срок окупаемости по проекту составляет 2.9 лет, срок реализации – 2004-2007 гг. Общая сумма инвестиционных затрат по проекту должна составить порядка 104 млн. долл. Порядка 73% источников финансирования предположительно составят кредиты иностранных банков – в том числе, 85% из этой суммы – долгосрочный кредит сроком на 9.5 лет под гарантии европейского экспортного кредитного агентства SACE. Запуск новой установки ориентировочно позволит в 2007 году увеличить объем продаж на 48 млн. долл., в 2008 г. – на 49.7 млн. долл.

- 3) Реконструкция печей пиролиза ЭП-300.

Постепенная замена существующих печей пиролиза ЭП-300 на более современные требует привлечения капиталовложений в размере 70.8 млн. долл. и позволит увеличить выход целевых продуктов на тонну сырья, а также добиться снижения эксплуатационных затрат. Первый эффект предполагается получить уже в 2005 году: прирост выручки составит 5.1 млн. долл., в 2007 г. – 16.5 млн. долл., в 2008 г. – 21.8 млн. долл.

В нефтеперерабатывающем сегменте бизнеса план развития Салаватнефтеоргсинтеза предусматривает реализацию ряда проектов, направленных на повышение качества и глубины переработки нефтегазового сырья. В настоящее время компания обладает мощностями, способными осуществлять первичную переработку 12 млн. тонн углеводородного сырья в год глубиной 72.6 % (при среднеотраслевом уровне в 70%).

После реализации намеченных проектов глубина переработки нефти должна существенно увеличиться.

- 1) Ключевым проектом в нефтепереработке является строительство в 2004-2007 гг. новой установки каталитического крекинга производственной мощностью 1 млн. тонн в год.

Реализация проекта позволит увеличить производство светлых нефтепродуктов, характеризующихся более высокой добавленной стоимостью, за счет переработки вакуумного газойля и остатков газового конденсата, получаемого в качестве попутного продукта первичной переработки нефти (текущие мощности не позволяют это сделать). Срок окупаемости проекта составляет 3.3 года, сумма инвестиционных затрат – 124 млн. долл., из которых 55 млн. долл. – покупка импортного оборудования, а также покупка лицензий у компаний Shell Global Solution (Нидерланды) и Axens (Франция), базовое и детальное проектирование. Существенную часть оборудования (общей стоимостью 40 млн. долл.) предполагается приобрести в России. Положительный эффект от данного проекта в общей выручке оценивается в 28.4 млн. долл. в 2007 году и 56.8 млн. долл. в 2008 году.

- 2) Строительство установки висбрекинга и битума в 2004-2005 гг. стоимостью 67.85 млн. долл.

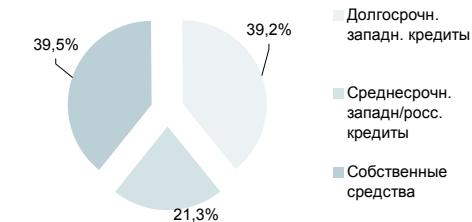
Процесс висбрекинга позволяет снизить вязкость тяжелого остатка, получаемого после перегонки нефти и извлечения вакуумного газойля до требований спецификации вязкости на котельное топливо, а также получить дополнительное количество бензиновых фракций. При этом, рассматриваются варианты интеграции данной установки с установкой нового каталитического крекинга. В комплексе с установкой висбрекинга планируется строительство установки получения битума (используемого, в частности, в дорожном строительстве) из остатков перегонки нефти. Срок окупаемости проекта составляет порядка 3.8 года.

Эффект от реализации основных инвестиционных проектов, млн. долл.

	2005	2006	2007	2008	2009
Прирост выручки от реализации проектов	5	45	176	214	220
в том числе:					
Каталитический крекинг	-	-	28	57	58
Висбрекинг и битум	-	34	34	35	36
Всего по нефтепереработке	-	34	63	92	94
Полиэтилен	-	-	48	50	51
Вспенивающийся полистирол	-	-	20	21	22
Ударопрочный полистирол	-	-	28	30	31
Реконструкция печей пиролиза	5	11	17	22	22
Всего по нефтехимии	5	11	113	122	126

Источник: данные компании

Структура финансирования основных инвест. проектов



Источник: данные компании

Общий объем средств, которые предполагается направить на финансирование данных инвестиционных проектов, составляет порядка 446 млн. долл. США. Около 60% от этой суммы будет профинансировано за счет заемных средств, 39.5% - за счет долгосрочных кредитов западных банков (в том числе, под гарантии экспортно-кредитных агентств). 39.5% от объема требуемых инвестиционных затрат эмитент планирует профинансировать за счет собственных средств.

Таким образом, реализация намеченной инвестиционной программы позволит предприятию, во-первых, улучшить рыночные позиции по наиболее перспективным видам продуктов нефтехимии (полистирольные пластики и высококачественные марки полиэтилена), и, во-вторых, существенно увеличить эффективность нефтеперерабатывающего бизнеса за счет более глубокой переработки базового сырья – нефти и газового конденсата. Все это должно позитивно сказаться на рентабельности бизнеса эмитента в перспективе 4-5 лет.

Финансовое состояние компании в текущем году характеризуется довольно высокими темпами роста продаж: в первом квартале 2004 года выручка выросла по отношению к аналогичному периоду прошлого года на 36.9%, по второму кварталу – на 35.2%, а по итогам 9-ти месяцев прирост выручки составил уже 52.9%. В результате за три квартала продажи превысили величину за весь прошлый год: 20.18 млрд. рублей против 18.54 млрд. рублей в 2003 году.

Основные драйверы роста выручки – во-первых, стремительный рост цен на нефтепродукты и продукты нефтехимии, продолжающийся с начала года, и, во-вторых, существенное увеличение загрузки собственных мощностей.

Последнее, в частности, стало возможным за счет решения вопроса обеспечения сырьем, который традиционно является ключевым для предприятий нефтехимии и нефтепереработки, в особенности для компаний, не входящих в состав крупных

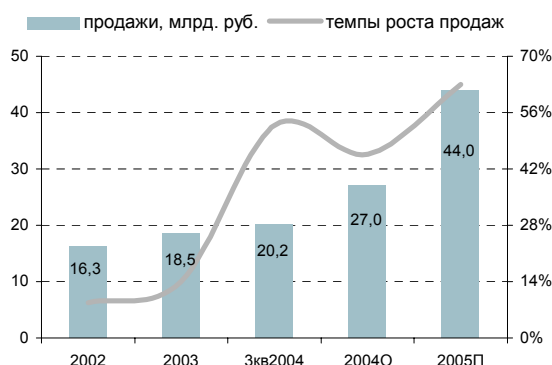
Финансовое состояние

вертикально-интегрированных холдингов. В этом направлении эмитенту в текущем году удалось добиться серьезных успехов. Во-первых, претерпела существенное изменение структура поставляемого на предприятие нефтяного сырья: поставки высокосернистой чернушской и башкирской нефти во втором квартале были практически прекращены, и их место заняла нефть, добываемая на месторождениях Удмуртии и Западной Сибири (поставщик - Сургутнефтегаз). Во-вторых, по западносибирской нефти было подписано долгосрочное соглашение о поставках, что отчасти снимает риски возникновения дефицита сырья. Кроме того, был продлен контракт на поставку газового конденсата с Карачаганакского месторождения в Казахстане. В целом, по итогам года общий объем переработки должен составить порядка 6.3 млн. тонн нефтяного сырья. На данный момент этот объем представляется оптимальным с точки зрения выхода светлых нефтепродуктов (бензина и дизельного топлива) – увеличение загрузки может привести лишь к увеличению выпуска низкорентабельного мазута, что не представляется целесообразным с точки зрения общей эффективности нефтепереработки.

Помимо подписания новых контрактов на поставку сырья, увеличить объем загрузки производства позволило расширение собственного парка цистерн и модернизация сливных/наливных эстакад, на что, в частности, была направлена часть средств от размещенных весной 2004 года двух выпусков CLN на 90 млн. долл.

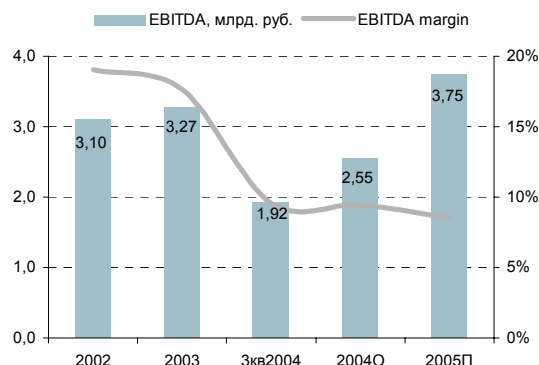
По итогам года ожидается выручка в размере 26-27 млрд. рублей – прирост к 2003 году должен составить 45%. В следующем году за счет дальнейшего углубления переработки предприятие планирует сохранить позитивный тренд роста продаж: прогноз выручки на 2005 год – порядка 43-44 млрд. рублей.

Выручка Салаватнефтеоргсинтез, 2002-2005П



Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

EBITDA Салаватнефтеоргсинтез, 2002-2005П

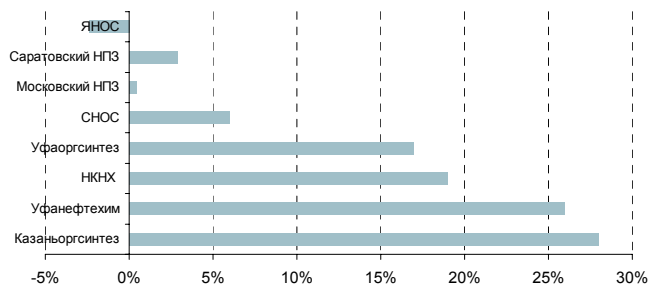


Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В то же время, позитивный тренд выручки расходится с динамикой показателей рентабельности: последние несколько лет наблюдается тенденция к снижению нормы прибыли предприятия. До 2003 года основной вклад в снижение рентабельности вносил «девальвационный эффект» - сокращение экспортной маржи по мере роста курса доллара к рублю. Начиная с прошлого года, на первый план вышел рост цен на основное сырье – нефть, носящий опережающий характер по сравнению с ценами на нефтепродукты. Особенно существенное снижение прибыльности произошло в текущем году: рентабельность по EBITDA сократилась с 17.7% (по итогам 2003 г.) до 8.6% за первое полугодие. В третьем квартале, на фоне существенного роста цен на продукцию нефтехимии, норма прибыли несколько выросла – до 9.5% по итогам 9-ти месяцев. Аналогичный уровень, по оценке эмитента, будет достигнут и по итогам всего года.

Стоит отметить, что по показателям рентабельности Салаватнефтеоргсинтез уступает другим компаниям нефтехимической отрасли, в частности, Нижнекамскнефтехим, Уфанефтехим, Уфанефтеоргсинтез, что главным образом объясняется отсутствием в их составе нефтеперерабатывающего бизнеса: результаты крупных нефтеперерабатывающих предприятий в первом полугодии 2004 года были существенно хуже (рентабельность в среднем не превышала 3%). При этом, рентабельность ведущих европейских нефтехимических холдингов в текущем году колебалась в пределах 4.8%-9.7% (по прибыли от продаж).

Операционная рентабельность российских компаний нефтепереработки и нефтехимии, 1 кв. 2004 г.



Источник: отчетность компаний по РСБУ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Операционные показатели европейских нефтехимических компаний, млн. евро, 1 кв. 2004 г.

	Выручка	Прибыль от продаж	Рентабельность
BASF	18365	1776	10%
Akzo Nobel	6463	627	10%
DSM	3810	243	6%
Celanese	2015	96	5%
CHOC	337	20	6%

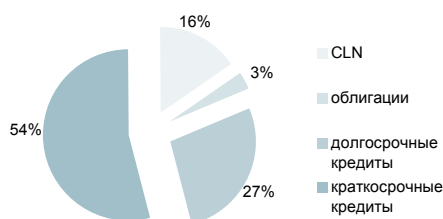
Источник: Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

В абсолютном выражении, прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации по итогам 2003 года составила 3.27 млрд. рублей, ожидаемая EBITDA в текущем году – 2.55 млрд. рублей. При этом, в 2005 году ожидается рост EBITDA на 30% по сравнению с уровнем текущего года до 3.75 млрд. рублей при росте объема продаж на 63%.

Ценой роста абсолютной величины операционных показателей для эмитента стало увеличение долговой нагрузки, связанное, главным образом с двумя аспектами: дальнейшей реализацией инвестиционной программы (размещение CLN) и финансированием увеличившихся объемов переработки нефтяного сырья за счет краткосрочных банковских кредитов. Последний фактор, в частности, привел к практически двукратному росту краткосрочных кредитов и займов в третьем квартале: с 2.66 млрд. рублей (01.07.04) до 5.097 млрд. рублей (01.10.04).

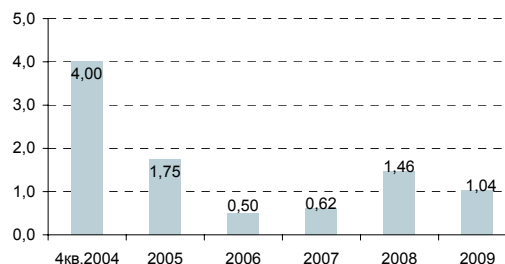
Общий объем кредитов и займов эмитента за три квартала вырос на 87% с 5 млрд. рублей до 9.36 млрд. рублей. Из этого объема порядка 46% приходилось на долгосрочные средства (в том числе, 16% – размещенные в апреле 2004 года CLN, 3% – первый выпуск рублевых облигаций на 300 млн. рублей), и 54% – краткосрочные банковские кредиты. В относительном выражении, задолженность на конец третьего квартала составляла 40% валюты баланса, общая доля обязательств в валюте баланса – 53%.

Структура долга, 01.10.04



Источник: данные компании

Структура долга по срокам до погашения, млрд. руб.



Источник: данные компании

Рост общего объема задолженности, на фоне падения рентабельности в текущем году, привел к ухудшению показателей покрытия: покрытие долга за счет годовой EBITDA снизилось с 56% на конец прошлого года до 21%. На конец года, с учетом размещения нового облигационного займа на 3 млрд. рублей и прогноза EBITDA в размере 2.55 млрд. рублей, покрытие долга сохранится на уровне 20-21%.

Таким образом, стоит отметить, что за счет значительного увеличения абсолютных значений выручки и прибыли, показатели покрытия остаются стабильными, несмотря на привлечение новых займов.

Отрасль нефтехимии на рынке рублевого долга, помимо Салаватнефтеоргсинтеза, представлена еще одним предприятием – ОАО Нижнекамскнефтехим, имеющим два обращающихся на рынке выпуска: НКНХ-2 с доходностью к погашению в мае 2005 года по последней котировке на продажу 05.11.04 – 8.61% годовых и НКНХ-3 с доходностью к оферте в сентябре 2005 г. – 9.42% годовых. В то же время, мы полагаем, что уровни доходности по данным бумагам не являются репрезентативными в силу их невысокой ликвидности: например, в прошлом месяце отношение дней с торгами к количеству дней в листинге для НКНХ-2 и НКНХ-3 не превысило 5%, тогда как, для сравнения, по облигациям САНОС-1 это отношение составило 63.6%.

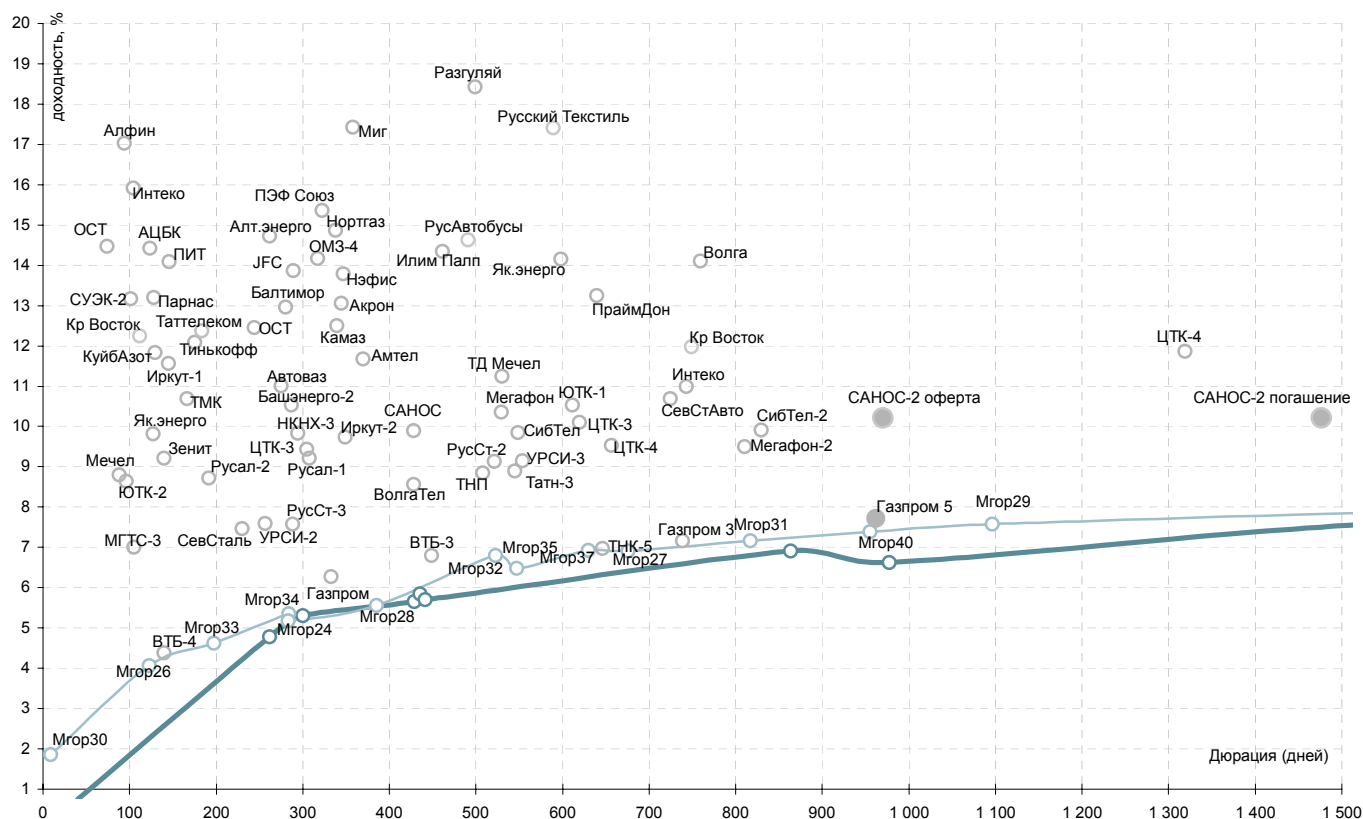
В связи с этим наиболее приемлемым ориентиром для определения справедливого уровня доходности по новому выпуску Салаватнефтеоргсинтеза можно считать обращающиеся на рынке облигации 1-ой серии, торгующиеся с доходностью к погашению в феврале 2006 года по последней котировке на продажу в размере 9.36% годовых (по состоянию на 5.11.04) – со спрэдом к бумагам Газпром-2 около 310 б.п.

Позиционирование выпуска

Размещаемый выпуск будет более чем вдвое превосходить первый по дюрации: к трехлетней оферте дюрация САНОС-2 составляет 970 дней, к погашению – 1476 дней. На дальнем отрезке корпоративной кривой доходности близким по срочности выпуском первого эшелона является недавно размещенный 5-ый выпуск Газпрома (962 дня): доходность при размещении составила 7.22% годовых. Мы полагаем, что премия доходности к оферте САНОС-2 к Газпрому-5 должна быть ниже аналогичной премии по первой серии к Газпрому-2: объем эмиссии второго выпуска, в 10 раз превышающий объем первого, позволяет рассчитывать на значительно более высокую ликвидность по новым бумагам. Мы оцениваем справедливый спрэд САНОС-2 к Газпрому-5 в пределах 250 б.п. Кроме того, еще порядка 50 б.п. может составить премия за первичное размещение. Таким образом, справедливый уровень доходности по облигациям 2-го выпуска Салаватнефтеоргсинтеза складывается в пределах 10.22% годовых, что соответствует ставке первого купона 9.98% годовых.

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Кривая доходности рублевых облигаций на 05.11.04



Источник: Банк ЗЕНИТ, ММВБ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента

Вадим Соломахин

vadim@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления

Константин Поспелов

konstantin.pospelov@zenit.ru

Еврооблигации

Владислав Григорьев

v.grigoriev@zenit.ru

Рублевые облигации

Алексей Третьяков

a.tretyakov@zenit.ru

Рублевые облигации

Роман Попов

r.popov@zenit.ru

Акции

Игорь Чемолосов

i.chemolosov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин

t.mukhametshin@zenit.ru

Конверсионные операции

Алексей Воробьев

a.vorobiev@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции

research@zenit.ru

Облигации

firesearch@zenit.ru

Начальник управления

Сергей Суверов

sergej.suverov@zenit.ru

Рублевые облигации

Анастасия Шамина

a.shamina@zenit.ru

Еврооблигации

Константин Павлов

k.pavlov@zenit.ru

Анализ кредитных рисков

Яков Яковлев

y.yakovlev@zenit.ru

Акции

Евгений Суворов

e.suворov@zenit.ru

Акции

Иван Карачинский

i.karachinsky@zenit.ru

Управление валютно-финансовых операций

gko@zenit.ru

Начальник управления

Кирилл Копелович

kopelovich@zenit.ru

Управление долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления

Роман Пивков

roman.pivkov@zenit.ru

Управление корпоративного финансирования

Начальник управления

Максим Васин

vasin@zenit.ru

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

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

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

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