



## МОНИТОР ВТОРИЧНОГО РЫНКА

### Комментарий

Как показывают графики индексов НИКойла, на прошедшей неделе рынок рублевых облигаций оказался в режиме заметной коррекции, что было напрямую связано с новостью о выставлении компании Вымпелком налоговых претензий на сумму порядка 4,4 млрд руб. До сих пор внятных сигналов относительно того, в каком ключе может дальше развиваться эта ситуация, не поступало, и из-за этого настроение инвесторов немного улучшилось, в результате чего цены стали постепенно возвращаться к исходным уровням, пока, впрочем, их не достигнув. Как это обычно бывает в таких ситуациях, профессиональные участники рынка отреагировали на проблемы расширением торговых спредов, что хорошо видно на графиках индексов ликвидности. Торговые обороты были при этом относительно невысокими.

#### Мировой уровень процентных ставок (долгосрочный негативный фактор)

Вчера в ходе очередного заседания FOMC ФРС приняла решение о подъеме учетной ставки в США на 0,25% до уровня 2,25%. Это событие к моменту его наступления ожидало уже абсолютное большинство экономистов, опрошенных агентством Bloomberg. При этом ФРС в своих комментариях оставила упоминание об «умеренном» темпе подъема ставки в будущем, отметив отсутствие знаков инфляционной опасности. Последние слова спровоцировали покупки облигаций казначейства, в результате чего доходность 10-летних выпусков сократилась с 4,15 до 4,11% годовых.

Естественно, что основной вопрос заключается сейчас в том, когда ФРС решит сделать паузу, чтобы проследить эффект осуществленного подъема ставки. Следующее заседание FOMC пройдет 2 февраля, и в настоящий момент, согласно опросу Bloomberg, уже 25 аналитиков почти единогласно высказались о том, что ставка будет поднята до уровня 2,5%. Февральские фьючерсы на ставку торгуются сейчас на уровне 97,515, что означает ожидание ставки на теоретическом уровне 2,485%, что заметно больше пограничного значения 2,375 между 2,25 и 2,5%.

Таким образом, тренд роста краткосрочной ставки пока никто не отменял, и можно предположить, что до середины следующего года она может достичь уровня 3%. С нашей точки зрения, этот процесс будет оказывать давление на цены Treasuries, доходность которых (в 10-летних выпусках) вполне может за тот же период превысить предыдущие (летние) топы, находящиеся на уровне 4,85-4,87%.

#### Уровень свободной ликвидности (позитивный фактор)

Участие ЦБ в работе валютного рынка проявлялось на прошедшей неделе относительно нетрадиционно: на фоне нисходящей коррекции курса евро по отношению к доллару Банк России, по слухам, осуществлял поддержку курса рубля, чтобы удержать его от резкой коррекции после большого и быстрого роста октября-ноября.

В результате, рубль был от падения удержан (недельный максимум курса доллара был зафиксирован в районе 28,175 руб/долл), однако при этом остатки на корсчетах впервые за месяц снизились до 253 млрд руб., в результате чего 1-дневная ставка MIBOR поднялась до уровня 2,41%, что очень немного, но все же выше, чем минимальный уровень 1-1,5%, на котором MIBOR находился последнее время.

Тем не менее, похоже, что евро возобновляет свой рост, цены на нефть остаются достаточно высокими, а это обещает продолжение поставок на рынок рублей со стороны ЦБ. Нам представляется, что финансовый рынок не будет иметь проблем с ликвидностью, по крайней мере, до февраля месяца, да и потом проблемы смогут возникнуть только если цена URALS уйдет под отметку 27 долл/барр.

#### Неподвижность кривой ОФЗ (умеренно негативный фактор)

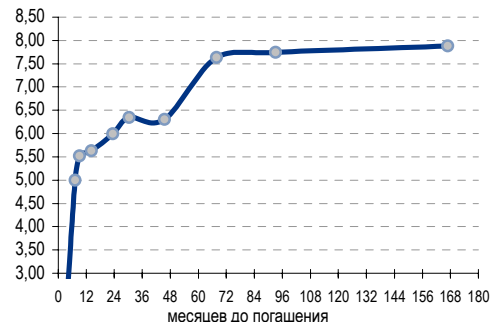
Будучи негативным фактором с точки зрения ограничения роста рынка, неподвижность кривой ОФЗ сыграла стабилизирующую роль в истории с Вымпелкомом: несмотря на продажи в корпоративном и муниципальном секторах, доходность ОФЗ 46014, т.е. длинного конца кривой доходности, снизилась очень незначительно, оставшись под уровнем 8%.

Однако теперь, когда коррекция прекратилась и цены рублевых облигаций вновь начали расти, все возвратится на круги своя: нежелание держателей крупных пакетов ОФЗ видеть снижение доходности бумаг, которые они вынуждены приобретать в ходе первичных размещений, приведет к тому, что рынок ОФЗ вряд ли заметно сдвинется вверх даже при наличии заметного интереса на покупку в остальных секторах рублевого рынка. Таким образом, в рассматриваемой полугодовой перспективе доходность длинных ОФЗ вряд ли выйдет из диапазона 7,5-8% годовых.

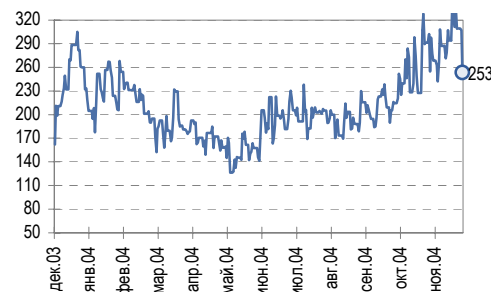
#### Вывод

Предполагаемый рост доходности Treasuries уравнивается в среднесрочной перспективе высоким уровнем ликвидности в конце 2004 - начале 2005 года, поэтому наш взгляд на перспективы рынка остается нейтральным: наиболее разумным взглядом для инвесторов, вкладывающих сейчас деньги на срок 6 месяцев, будет сценарий неизменности уровня ставок. См. сценарий 2, стр. 4.

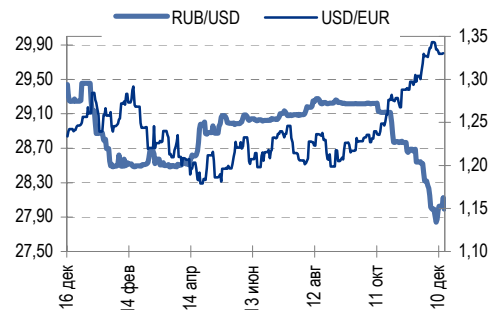
Доходность ГКО-ОФЗ



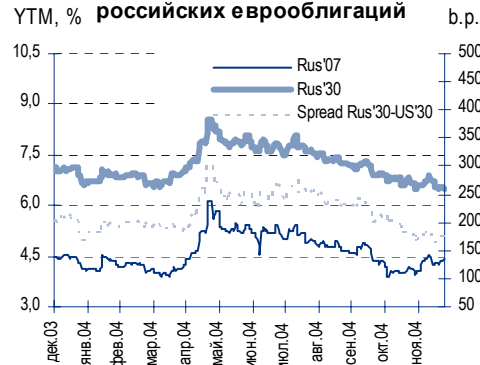
Остатки на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.



Курсы валют

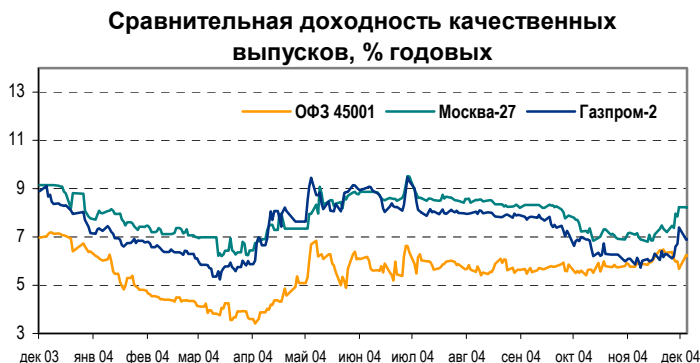
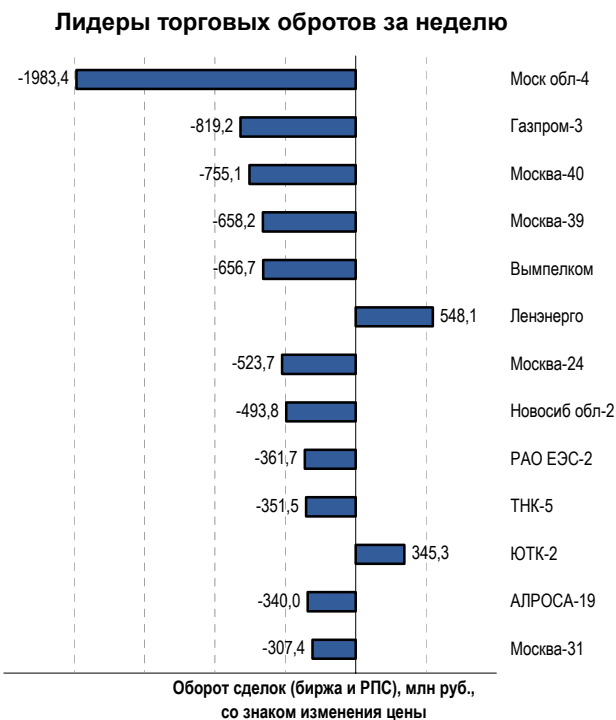
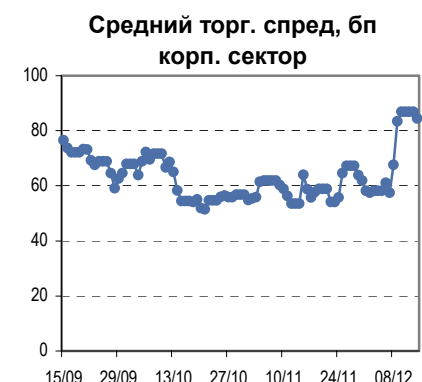
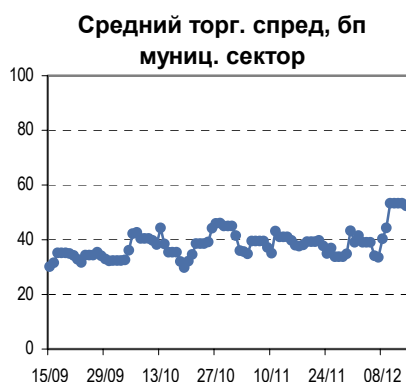
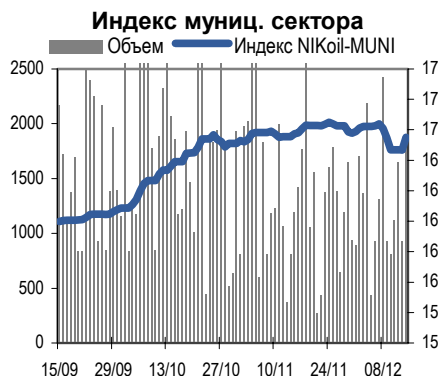


Доходность суверенных российских еврооблигаций





Индикаторы текущего состояния рынка





## Анализ вексельной (HPR) доходности владения

Горизонт: 6 месяцев

Сценарий 1 (позитивный): падение доходности на 1% годовых

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 12.06.05		Фиксированная доходность		Рейтинг		
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКойл	
СУ-155	94.76				31.16	30.03.05		C+
Коми-7	94.3	21.63	98.52				-/Ba3	
МИГ	96.78	20.73	98.81					
Разумная	95.04	20.04	97.73					C-
Мари	97.75			19.61	05.04.05			
ИжАвто	95.89	18.96	98.98					C-
РусГекстиль	102.62	18.77	103.28					C-
Москва-39	103.7	18.48	103.87				BB+/Baa3	
Центротел-4	105.2	18.15	108.21				CCC+/ruBB+	B
ОГ О-3	98.5			18.09	22.04.05			C+
Евросеть	100.93	17.71	101.28					
Поволок обл-2	100.4	17.59	102.59					
Коми-6	109.3	17.53	111.81				-/Ba3	
Дижк-2	105.75	16.73	109.39					
Уфа-4	97.5	16.51	100.51				B	
ГОТЭК	99			16.41	07.06.05			C-
Брянск	100.42	16.25	101.76					
РухАвтоФин	100	16.21	100.74					B
Сыктелком	97.41	16.12	100.33				BB-/Ba3	A-
Москва-38	108.96	15.81	112.89				BB+/Baa3	
ПлосСтрой	99.26			15.8	27.05.05			
ВЭ	102.38	15.6	103.25					B-
СвердлЭн	97.4	15.55	99.43					C
УНАО	100.75	15.47	103.31				B/ruA/B1	
ИлимПалл	101.23	15.46	101.77	9.99	23.03.05			B
Южк	98.9	15.39	101.11					
Росинтео	103	15.35	102.21					C
Моск обл-4	104.85	15.08	107.74				BB-/ruAA-/Ba3	
Худила-5	95.4	15.06	97.66				ruA	
ХМАО-2	108	15.02	110.13				BB-/ruAA	D+
ЛОМО-2	99.85	15.02	100.18	14.68	12.07.05			
Омск обл-2	99.95	14.96	101.12				ruA	
ШеллЕвроФ	104.5	14.87	104.81					C
Норгаз	101.83	14.8	101.48					C+
Алтайэнерго	102.1	14.76	100.8					C+
СМАГ/С-3	100.7	14.73	100.78					B-
Красноярск-4	109.15	14.65	102.42					
ВЭ-1	95.09	14.58	97.75				B+/ruA+/B1	B+
ЮТК	103.45	14.33	104.98				ruBBB/B3	B-
Квавед край	100	14.31	101.73					
МастерБанк	98.85			14.29	07.08.05			
Коми-5	109.5	14.22	110				-/Ba3	
Новосиб обл	101.3	14.14	102.34					
ЮТК-3	100	13.95	100.97				ruBBB/B3	B-
Нижегор обл-1	100.59	13.91	101.76				BB-/ruAA-/B2	
ДжЭФСи	100.5	13.85	100.64					C+
Саттва	99.7	13.74	102.2				BB/Ba2	A-
Сибирьтел-4	105.02	13.68	106.31					B
Полиметалл	106	13.57	104.8	-3.95	22.03.05		BB+/Baa3	C-
Москва-29	105.99	13.56	106.18					
Амтел	100	13.56	100.68					B-
ПТИ-1	100.86	7.94	97.58	13.48	31.03.05			C
Тверь обл-2	110.3	13.42	104.92					
Омск обл-1	100.7	13.3	103.59				ruA	
Хаб край-5	100.05	13.25	100.88					
Акрон	101.07	13.14	101.09					B
Балтиком	102.37	13.09	101.13					C+
Венгедон-2	99	13.08	100.91					B+
СЭЛК	100.29	13.06	100.22					C
Сальмон-2	100.25	12.91	100.62					
УВЭ	100.9	12.87	100.89					B-
ОМЗ-4	101.15	12.8	100.76				CCC+/ruBB	B-
Иркут обл-2	99.82	12.78	100.48				B	
Амлан	101.06			12.67	08.06.05			C
АмгиджинПРОМ	108.37	12.65	104.19					B-
Уфа-3	99.5	12.52	100.95				B	
Моск обл-3	104.35	12.44	105.54				BB-/ruAA-/Ba3	
Ильков	102.8			12.31	29.04.05			C-
Москва-40	105.65	12.3	107.21				BB+/Baa3	
Альфа-Финанс-2	98.5			12.26	06.04.05		B-/ruA+/	
Центротел-3	100.7	12.19	103.41				CCC+/ruBB+	B
Сибирьтел-3	106.04	12.13	106.59					B
АЛБК	100.67			12.1	15.03.05			B-
Самар обл-1	103.25	11.96	103.56				BB-/Ba2	B+
УралЭ	105.24	11.93	103.8				B-	
Москва-31	104.86	11.85	106.1				BB+/Baa3	
Волга Гел	104.8	11.76	103.54				B/ruA	B+
Тателком	100.28			11.69	15.05.05			
Итгедор	105.55	11.61	105.43					A-
ИРКУТ-2	104.55	11.51	102.7					B
БашкирЭн	106.15	11.49	102.59					B
Петроком	106			11.32	06.04.05		B/ruA/A1	
АХБАС	99.25							
АвтоВАЗ-2	99.95	11.22	100.28					B
Белгор обл-3	108.4	11.12	105.22					
ЭВКО	103.25	10.94	101.4					C-
Чувашия-1	101	10.84	100.54					
Газпром-3	100.95	10.79	102.48				BB-/	A
ПНК-5	113.19	10.74	111.83				BB-/	A
НКНХ-3	98.75	10.69	100.34					B
ОС	101.15	10.53	99.79					C+
РусСтан-3	101.75	10.52	100.87				B/ruBBB+	
ПН	101.11	10.41	101.84					B+
С-3Тел-2	102.75	10.4	101.64				B-/ruBBB	B
Москва-37	104.19	10.22	104.62				BB+/Baa3	
Зенит	99.95			10.18	24.03.05			
ПМК	101.25			10.07	20.04.05			B-
Микоян	101.1			9.83	19.03.05			C+
УРСИ-2	105.23						B-	
Центротел-2	105.25	9.49	101.6				CCC+/ruBB+	B
Альфа-Финанс	99.95			9.16	21.04.05			
ПМК-4	99.16	8.86	99.99	9.1	10.08.05		B-/	
Москва-32	104.4	8.81	104.03	8.47	29.06.05			C
Хаб край-4	102			8.42	27.05.05		BB+/Baa3	
ВМЗ-1	104.7	8.41	101.82					C+
РусАлфин-2	100.5	4.74	98.23					NR
АЛКО-А19	107.7	8.16	103.78	8.34	20.05.05		B/B1	A-
Газпром-2	107.11	7.96	103.87				BB-/	A
РАО ЕЭС-2	106.9	7.47	103.52					A-
РусСтандфин-1	108	7.36	102.18				B/ruA+	
Моск обл-2	104.65			7.12	10.08.05		BB-/ruAA-/Ba3	
Москва-28	109.04	6.88	105.45					
Москва-24	108.36	6.55	102.41				BB+/Baa3	
Москва-33	101.65			6.42	27.05.05		BB+/Baa3	
Кобосток	99.78	5.95	97.14					B
ВТБ-4	99.93			5.62	24.03.05		BB+	B-
ПТЭИ-2	98.3	2.33	94.96					B-
ИНТЕКО	100.5	1.07	96.65					



**Сценарий 2 (нейтральный): доходность остается неизменной - представляется нам наиболее вероятным**

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 12.06.05		Фиксированная доходность		Рейтинг		
		Доходность НРР	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОйл	
СУТ55	94.76				31.16	30.03.05		C+
УИТ	96.78							
Маир	97.75	19.85	98.39		19.61	05.04.05		
ИжАвто	98.89	18.51	98.78					C-
Сазурья	98.04	18.39	96.95					C-
ОГ О-3	98.5				18.09	22.04.05		C+
РусТекстиль	102.62	16.81	102.24			07.06.05		C-
ГОУЭ	99							C-
Своясть	100.38	16.25	100.52					
ГлМострой	99.26					15.8	27.05.05	
СвердлЭн	97.4	15.13	99.24					C-
ЛОУМЗ-2	99.85	14.88	100.08		14.68	12.07.05		D+
РусАвтоФин	100	14.59	99.93					C-
Росинтео	103	14.53	101.79					C-
Алтайэнерго	102.11	14.5	100.66					C+
Башпелком	97.41	14.41	99.51				BB-/Ba3	A-
МастерБанк	99.85				14.29	07.06.05		
СМАРТ С-3	100.7	14.17	100.49					B-
ИлимДелл	101.2	14.15	101.09		9.99	23.03.05		B-
Норста	101.83	14.07	101.11					C+
Брянск	100.42	14.03	100.63					
Новосиб обл-2	100.4	13.72	100.66					
ПИИ-1	100.86	6.9	99.51		13.48	31.03.05		C-
ТВЗ	102.38	13.38	102.11					B-
ДжЭфСи	100.5	13.3	100.36					C+
Томск	99.9	13.08	99.98					
ВБД-1	98.09	13.07	97.03				B+/ruA+/B1	B+
СЭЛК	100.29	12.9	100.14					C-
Центелегаф	103.75	12.9	103.58					C-
Амтел	100	12.75	100.18					B-
Балтимор	102.37	12.69	100.92					C+
Иудан	101.95				12.67	08.06.05		C-
ГОК-3	100	12.49	100.23				ruBBB/B3	B-
Акрон	101.07	12.45	100.74					B-
ОМЗ-4	101.15	12.4	100.55				CCC+/ruBB	B-
Сальмон-2	100.25	12.35	100.34					B-
Тинькофф	102.3				12.31	29.04.05		C-
УВЗ	100.9	12.3	100.59					B-
Красноярск-4	100.15	12.27	101.25					
Альфа-Финанс-2	96.5				12.26	06.04.05	B-/ruA+/	
Полиметалл	108	12.26	103.89		-3.95	22.03.05		C-
Центтел-4	105.2	12.25	105.02				CCC+/ruBB+	B
Новосиб обл	101.8	12.24	101.38					
ГОК	103.45	12.22	102.87				ruBBB/B3	B-
АЛБК	100.67				12.1	15.03.05		B-
Якутия-5	95.4	11.91	96.16				ruA-	
Амтелиндром	108.97		103.7					B-
Гатненком	100.28	11.77			11.69	15.05.05		
Уфа-4	97.5	11.58	98.13				B	
Ижгор обл-1	100.59	11.56	100.58				BB-/ruAA-/B2	
Комп-7	94.3	11.49	93.78				Ba3	
Томск обл-1	100.7	11.39	100.59				ruA	
Асбас	99.25				11.32	06.04.05		
Иркут обл-2	98.85	11.31	99.75				B	
Томск обл-2	98.85	11.13	99.21				ruA	
Тверь Обл-2	110.3	11.05	108.03					
Башкирозн	106.15	11.04	102.35					B
Хаб край-5	100.05	11.03	99.74					
Краснод край	100	11	100.08					
АвтоА3-2	99.95	10.88	100.11					B
ИРКУТ-2	104.55	10.8	102.32					B
Уфа-3	99.5	10.6	99.7				B	
Чувашия-1	101	10.53	100.38					
ВолгаТел	104.8	10.53	102.9				B/ruA-	B+
УралО	103.75	10.51	100.75				B/ruA/B1	
ЭФКО	103.25	10.48	101.15					C-
ОСГ	101.15	10.38	99.7					C+
Комп-5	109.2	10.35	107.84					
СибирьТел-4	105.02	10.35	104.5				-Ba3	B
СибирьТел-3	106.04	10.31	104.59					B
НКНХ-3	99.75	10.28	100.14					B
Комп-8	109.3	10.26	107.3				-Ba3	
Велгор обл-3	108.4	10.24	104.73					
Зенит	99.55				10.18	24.03.05		
ХМАО-2	108	10.17	107.53				BB-/ruAA	
Самар обл-1	103.25	10.12	102.6				BB-/Ba2	
РусСтанд-3	101.75	10.11	100.68				B/ruBBB+	
Центтел-3	103.12	10.1	102.31				CCC+/ruBB+	B
Петроком	106	10.08	104.03				B/ruA/A1	
УрСИ-8	106.24	10.08	104.78				B-	B+
ТМК	101.25				10.07	20.04.05		B-
Металлон-2	99	9.89	99.33					B+
СЭЛГТ-2	102.75	9.84	101.39				B-/ruBBB	B
Дижк-2	105.75	9.83	105.65					
Михоян	101.11				9.83	19.03.05		C+
Илетьево	105.35	9.8	104.34					A-
Валтис	99.7	9.53	100.1				BB/Ba2	
Моск обл-4	104.85	9.42	104.62				BB-/ruAA-/Ba3	
УрСИ-2	105.23	9.22	101.46				B-	B+
Центтел-2	105.25				9.16	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
Альфа-Финанс	99.95				9.11	10.08.05	B-/	
ПИК-4	99.16	8.83	99.95		8.47	29.06.05		C
Моск обл-3	104.35	8.81	103.61				BB-/ruAA-/Ba3	
ПН	101	8.72	100.99					B+
Москва-29	105.99	8.5	105.51				BB+/Baa3	
Москва-31	104.86	8.48	104.34				BB+/Baa3	
Хаб край-4	102				8.42	27.05.05		
РусАлФин-2	100.5	1.47	96.6		8.34	20.05.05		NR
Москва-40	105.65	8.27	105.08				BB+/Baa3	
ТНКС	113.18	8.25	110.41				B+	A
ВМЗ-1	104.7	8	101.6				C+	
Москва-37	104.19	7.96	103.44				BB+/Baa3	
Газпром-3	100.95	7.94	101.02				BB+	A
Москва-38	108.96	7.66	108.32				BB+/Baa3	
АИРОСА-19	107.27	7.48	103.42				B/B1	A-
Газпром-2	107.11	7.23	103.48				BB-/	A
Моск обл-5	104.65				7.12	10.06.05	BB-/ruAA-/B3	
РусСтандФин-1	108	7.1	102.03				B/ruBB+	
Москва-32	104.4	7.08	103.13				BB+/Baa3	
РАО ЕЭС-2	106.9	6.8	103.16				B/ruA+	A-
Москва-39	104.7	6.88	103.35				BB+/Baa3	
Москва-33	101.55				6.42	27.05.05	BB+/Baa3	
Москва-24	108.36	6.13	102.19				BB+/Baa3	
Москва-28	108.04	5.93	104.93				BB+/Baa3	
Р11-4	95.94				5.62	24.03.05	BB+	
КбВосток	99.78	3.3	95.79					B
ГТ-ЭЦ-2	99.92	0.82	94.17					B-
ИНТЕКО	100.5	0.03	95.11					B-



Сценарий 3 (негативный): рост доходности на 1% годовых

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 12.06.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОЙЛ
СУ-155	94.76			31.16	30.03.05		C+
Маир	97.75			19.61	05.04.05		
ИИ	96.78	18.98	97.98				
ОГ-3				18.09	22.04.05		C+
ОжАвто	95.89	18.05	98.54				C-
Разгуляя	96.04	16.77	96.17				C-
ГОЭ	99			16.41	07.06.05		C-
ТомскСтрой	99.26			15.8	27.05.05		
С-вогсет	100.38	15.59	100.19				
РусТекстиль	102.62	14.88	101.23				C-
ЛОМО-2	99.35	14.73		14.68	12.07.05		D+
Сведелан	97.4	14.71	99.03				C
Мастербанк	99.85			14.29	07.08.05		
Аптайэного	102.1	14.24	100.53				C+
Росинтер	103	13.74	101.38				C
СМАРТС-3	100.7	13.61	100.21				B-
ПИГ-1	100.86	3.91	95.49	13.48	31.03.05		C
Новогаз	101.83	13.35	100.74				C+
РусАвтофин	100	13	99.14				C+
ИлимТалл	101.29	12.86	100.43	9.99	23.03.05		B
ДжЭфСи	100.5	12.75	100.08				C+
СЭСК	100.29	12.75	100.08				B
ВЭМБелком	97.41	12.74	98.7			BB+/Ba3	A-
Нидан	101.95			12.67	08.06.05		C
Пинькофф	102.8			12.31	29.04.05		C
Балтмор	102.37	12.29	100.72				C+
Альфа-Финанс-2	98.5			12.26	06.04.05	B-/ruA+	
АШК	100.67			12.1	15.03.05		B-
ТОМС-4	100.5	12	100.35			CCC+/ruBB	B-
Амтел	100	11.95	99.78				B-
Брянск	100.42	11.85	99.53				
Сальмон-2	100.25	11.8	100.06				
Алгон	101.07	11.77	100.4				B
УВЗ	100.9	11.73	100.3				B-
Пателехом	100.28			11.69	15.05.05		
ВЭФ	98.06	11.59	96.33			B+/ruA+/B1	B+
Аврас	99.85			11.32	06.04.05		
ТВЗ	102.38	11.2	100.98				B-
ЮТК-3	100	11.03	99.5			ruBBB/B3	B-
Полиметалл	106	10.97	103.19	-3.95	22.03.05		C-
ЩенТелеграф	104.75	10.95	102.57				C
Амтелшипном	106.37	10.92	103.21				B-
Помск	103.93	10.87	98.38				
Башкирэн	106.15	10.6	102.11				B
АвтоВАЗ-2	99.95	10.55	99.94				B
Новосиб обл	101.8	10.38	100.43				
Сургут	101.1	10.23	100.23				
ОСГ	101.15	10.19	99.61				C+
Яэит	99.55			10.18	24.03.05		
ЮТК	103.5	10.15	101.78			ruBBB/B3	B-
ИРКУГ-2	104.55	10.1	101.98				B
ТМК	101.25			10.07	20.04.05		B-
ЭФКО	103.25	10.02	100.91				C-
Красноярск-4	100.15	9.95	100.1				
Новосиб обл-2	100.4	9.95	99.79				
Иркут обл-2	99.82	9.87	99.04			B	
НКХ-3	99.75	9.87	99.94				
Миноан	101.1			9.83	19.03.05		C+
РусСтанд-3	101.75	9.7	100.44			B/ruBBB+	
Центтел-3	103.12	9.6	102.06			CCC+/ruBB+	B
Томск обл-1	100.7	9.59	99.82			ruA	
Велгор обл-3	108.4	9.37	104.24				
ВолгаТел	104.8	9.33	102.27			B/ruA-	B+
СЗТел-2	102.75	9.28	101.05			B-/ruBBB	B
Нижнег обл-1	100.55	9.25	99.42			BB-/ruA+/B2	
Центтел-2	102.25			9.16	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
Альфа-Финанс	99.95			9.1	10.06.05	B/-	
УРСИ-2	105.23	8.94	101.32			B/-	B+
Хаб край-5	100.05	8.85	98.64				
Жулия-5	95.4	8.84	94.69			ruA-	
ПИК-4	99.16	8.8	99.9	8.47	29.06.05		C
Летовком	106	8.77	103.33			B/ruA/A1	
Твер Обл-2	110.3	8.74	106.76				
Уфа-3	99.5	8.72	99.01			B	
СибирьТел-3	105.04	8.53	103.6				
Хаб край-4	102			8.42	27.05.05		B
РусАлфин-2	100.5	-1.7	95.02	8.34	20.05.05		NR
Самар обл-1	103.25	8.32	101.66			BB-/Ba2	
Удмурт	105.24	8.26	103.78				B+
Краснод край	100	7.77	98.48				
Интелбю	105.55	7.62	103.26				A-
ВМС-1	104.7	7.6	101.39			C+	
Томск обл-2	99.55	7.41	97.35			ruA	
Моск обл-2	104.65			7.12	10.06.05	BB-/ruAA-/Ba3	
СибирьТел-4	105.02	7.11	107.74				B
ПН	101	7.07	100.18				B+
РусСтандфин-1	108	6.83	101.88			B/ruBBB+	
АЛРОСА-19	107.27	6.82	103.06			B/B1	A-
Уфа-4	97.5	6.81	95.84			B	
Мегафон-2	99	6.78	97.79				B+
Центтел-4	105.2	6.67	102			CCC+/ruBB+	B
Коми-5	109.5	6.59	105.75			-Ba3	
Газпром-2	107.41	6.51	103.09			B/-	A
Москва-33	101.55			6.42	27.05.05	BB+/Ba3	
РАО ЕЭС-2	106.9	6.14	102.81			B/ruA+	A-
ПНС	113.18	5.96	109.01			B/-	A
Москва-37	104.19	5.74	102.27			BB+/Ba3	
ЯНАО	100.75	5.72	98.28			B/ruA/B1	
Москва-24	106.38	5.71	101.97			BB+/Ba3	
БТБ-4	99.33			5.62	24.03.05	B+	
ХМАО-2	108	5.49	105.02			BB-/ruAA	
Балтика	99.7	5.41	98.06			BB/Ba2	A-
Москва-32	104.4	5.37	102.25			BB+/Ba3	
Моск обл-3	104.35	5.28	101.74			BB-/ruAA-/Ba3	
Москва-31	104.86	5.19	102.63			BB+/Ba3	
Газпром-3	100.95	5.16	99.6			B/-	A
Москва-28	105.04	5	104.41			BB+/Ba3	
Москва-40	105.65	4.36	103.02			BB+/Ba3	
Моск обл-4	104.85	3.98	101.62			BB-/ruAA-/Ba3	
Москва-29	105.89	3.63	102.96			BB+/Ba3	
Коми-5	105.3	3.35	104			-Ba3	
Дижк-2	105.75	3.25	102.08				
Коми	94.3	2.04	89.34			-/Ba3	
Квабток	98.78	0.71	94.47				B
Москва-38	108.96	-0.05	104			BB+/Ba3	
ГТЭЦ-2	99.92	-0.66	93.4				B-
ИНТЕКО	100.9	-1	84.59				B-
Москва-39	104.7	-4.16	97.53			BB+/Ba3	



Сводная таблица по трем сценариям

Выпуск	Текущая цена	Рейтинг		Фиксированная доходность		Доходность владения HPR, ожидаемая к 12.06.05		
		S&P/M	НИКОйл	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	Сценарий 1 -1% годовых	Сценарий 2 +0% годовых	Сценарий 3 +1% годовых
Белгород обл-3	108.4					11.12	10.24	9.37
Брянск	100.42					16.25	14.03	11.85
Иркут обл-2	99.82		B			12.78	11.31	9.87
Ками-5	109.5		-/Ba3			14.22	10.35	6.59
Ками-6	109.3		-/Ba3			17.53	10.26	3.36
Ками-7	99.3		-/Ba3			21.63	11.49	2.04
Красноярск-4	100.15					14.65	12.27	9.95
Краснод край	100					14.31	11	7.77
Москва-33	101.55		BB+/Ba3	6.42	27.05.05			
Москва-24	106.36		BB+/Ba3			6.55	6.13	5.71
Москва-28	109.04		BB+/Ba3			6.88	5.93	5
Москва-32	104.4		BB+/Ba3			8.81	7.08	5.37
Москва-37	104.19		BB+/Ba3			10.22	7.96	5.74
Москва-31	104.86		BB+/Ba3			11.85	8.48	5.19
Москва-40	105.65		BB+/Ba3			12.3	8.27	4.36
Москва-29	105.39		BB+/Ba3			13.96	8.5	3.63
Москва-38	103.96		BB+/Ba3			15.81	7.66	-0.05
Москва-39	104.7		BB+/Ba3	7.12	10.06.05	18.48	6.68	-4.18
Моск обл-2	104.65		BB-/ruAA-/Ba3			12.44	8.81	5.28
Моск обл-3	104.65		BB-/ruAA-/Ba3			15.03	9.42	3.98
Моск обл-4	104.85		BB-/ruAA-/Ba3			13.91	11.55	9.25
Нижегор обл-1	100.59		BB-/ruAA-/B2			12.44	11.05	10.38
Новосиб обл	101.8					17.24	13.72	9.46
Новосиб обл-2	101.4					17.89	13.72	9.46
Самар обл-1	103.25		BB-/Ba2			11.96	10.12	8.32
Тверь обл-1	110.3					13.42	11.05	8.74
Томск	99.9					13.03	11.03	10.17
Томск обл-1	100.7		ruA			13.3	11.39	9.52
Томск обл-2	99.55		ruA			14.96	11.13	7.41
Уфа-3	99.9		B			12.92	10.6	8.72
Уфа-4	97.6		B			16.51	11.38	8.51
Хаб край-4	102			8.42	27.05.05			
Хаб край-5	100.05					13.25	11.03	8.85
ХМАО-2	108		BB-/ruAA			15.02	10.17	5.48
Чувашия-1	101					10.84	10.53	10.23
Якутия-5	95.4		ruA			15.06	11.91	8.84
ЯНАО	100.75		B/ruA/B1			15.47	10.51	5.27
Автоз-2	98.85			B		11.22	10.38	10.25
Аижк-2	105.75					16.73	9.83	3.25
Ахбас	99.25			11.32	06.04.05			
Ахкон	101.07		B			13.14	12.45	11.77
АЛРОСА-19	107.27		B/B1	A-		8.16	7.48	6.82
Алтайэнерго	102.1			C+		14.76	14.5	14.24
Альфа-Финанс	99.95		B/-			12.26	08.03.05	
Альфа-Финанс-2	99.5		B-/ruA/-					
Ампел	100		B-			13.56	12.75	11.95
Ампелинпроом	106.37		B-			12.65	11.77	10.92
АИЭК	100.87		B-		12.1	15.03.05		
Балтика	99.7		BB/Ba2			13.79	9.53	5.41
Балтимор	102.37			C+		13.09	12.69	12.29
Башкирэн	106.15			B+		11.49	11.04	10.6
БВБ-1	95.09		B+/ruA+/B1			14.58	13.07	11.59
ВМЗ-1	104.7		C+			8.41	8	7.6
ВолгаТел	104.8			B+		11.76	10.53	9.33
ВТБ-4	99.33		B+	5.62	24.03.05			
Вымпелком	97.41		BB-/Ba3			16.12	14.41	12.74
Газпром-2	107.11		BB-/	A-		7.96	7.23	6.51
Газпром-3	100.95		BB-/	A		10.79	7.94	5.16
Г-1-3112	99.92		B-			2.33	0.82	-0.66
ГлМострой	99.26			15.8	27.05.05			
ГОЭК	99		C-	16.41	07.06.05			
Джэксси	100.5		C+			13.85	13.3	12.75
Евросеть	100.36					17.71	16.25	15.59
Зенит	99.55			10.18	24.03.05			
ИжАвто	95.89					18.96	18.51	18.05
ИлимИнп	101.29			9.99	23.03.05			
ИНТЕКО	100.5		B-			14.15	12.86	12.86
Интерою	105.55		A-			1.07	0.03	-1
ИРКУ-2	104.55		B+			11.61	9.6	7.82
Коблэк	99.78		B			11.51	10.8	10.1
ЛОМО-2	99.85		D+	14.68	12.07.05			
Магн	87.75			19.61	05.04.05			
Магистробанк	99.55			14.29	07.06.05			
МегаФон-2	99		B+			13.08	9.89	6.78
МИИ	96.78					20.73	19.85	18.98
Микоян	101.1		C+	9.83	18.03.05			
Мидан	101.95		C	12.67	08.03.05			
НКНХ-3	99.75		B			10.69	10.28	9.87
Нордгаз	101.83		C+			14.8	14.07	13.35
ОГЭС	98		C+	18.09	22.04.05			
ОМЗ-4	101.15		CCC+/ruBB			12.8	12.4	12
ОСТ	101.15					10.53	10.36	10.19
Петроком	106		B/ruA/A1			11.41	10.08	8.77
ПИК-4	99.16		C	8.47	29.06.05			
ПИИ-1	100.86		C	13.48	31.03.05			
Полиметалл	106		C-	-3.95	22.03.05			
Разгуляк	95.04		B			8.86	8.93	8.6
РАО ЕЭС-2	106.9		B/ruA+			7.47	6.8	6.14
Росинтер	103					15.35	14.53	13.72
РубАвтоФин	100		C			16.21	14.59	13
РусАлФин-2	100.5			8.34	20.05.05			
РусСтанд-3	101.75		B/ruBB+			4.74	1.47	-1.7
РусСтандФин-1	108		B/ruBBB+			10.52	10.11	9.7
РусТекстиль	102.82					7.36	7.1	6.83
Сальмон-2	100.25		C-			18.77	16.81	14.88
СвердловЭн	97.4		C			12.91	12.35	11.8
СЭЭК	100.29					15.55	15.13	14.71
СЭТел-2	102.75		B			13.06	12.3	12.75
СибирьТел-3	106.04		B-/ruBBB			10.4	9.84	9.28
СибирьТел-4	105.02		B			12.13	10.31	8.53
СМАРТС-3	100.7		B-			13.68	10.35	7.11
СУ-15а	94.76		C+	31.16	30.03.05			
Таттелеком	100.28			11.69	15.05.05			
ТБВ	102.88		B-			15.6	13.38	11.2
Тинькофф	104.8		C-	12.31	29.04.05			
ТМК	101.25		B-	10.07	20.04.05			
ТНТ-5	113.18		BB-/			10.79	8.25	5.76
ТНТ	101		B+			10.41	8.72	7.07
УВЗ	100.9		B-			12.87	12.3	11.73
УлСИ-2	105.23		B/-			9.49	6.22	8.94
УрСИ-6	106.24		B+			11.93	10.08	8.26
Центел-2	102.25		CCC+/ruBB+					
Центел-3	103.12		CCC+/ruBB+	9.16	21.04.05			
Центел-4	105.2		CCC+/ruBB+			12.19	10.1	9.6
Центел-5	104.75		C			18.15	12.25	6.67
Центелград	104.75		B			14.67	12.3	10.98
ЭФКО	103.26		C-			10.84	10.48	10.02
ЮТК	103.45		ruBBB/B3			14.33	12.22	10.15
ЮТК-3	100		ruBBB/B3			13.95	12.48	11.03



## **Методика анализа**

### ***Доходность владения облигацией и ее доходность к оферте/погашению***

Анализ эффективности вложений в долговые инструменты подразумевает, что реализованная доходность владения облигацией будет равняться ее доходности к оферте/погашению лишь в том случае, если бумага удерживается до момента исполнения оферты или погашения.

Если же инвестор планирует продать облигацию раньше наступления оферты/погашения, доходность владения этой облигацией с момента покупки до продажи будет определяться ценой продажи, которая, в свою очередь, зависит от двух факторов – уровня процентных ставок и динамики кредитного качества эмитента.

При горизонте инвестирования, равном шести месяцам, доходности должны рассчитываться по простой (вексельной) формуле, которая также называется HPR (Holding Period Return). В этом случае все платежи, полученные в период владения доходным инструментом, считаются полученными в конце периода и добавляются к цене продажи или номиналу, если конец периода совпадает с погашением/офертой. Таким образом, под доходностью HPR понимается простая (вексельная) доходность, которую получит владелец облигации при покупке ее по текущей цене и удержании в течение шести месяцев при условии справедливости сценария изменения доходности на данный период. В нашем расчете учитывается (там, где это необходимо) возможность переориентации инвесторов с доходности к оферте на погашение бумаги при снижении ставок и, наоборот, с погашения на оферту при падении рынка.

### ***Сценарии изменения процентных ставок***

Поскольку цена продажи облигации существенно зависит от уровня процентных ставок в момент продажи, для оценки реализованной доходности владения облигацией необходимо сделать предположение относительно того, как изменится база процентных ставок на рынке с момента покупки до продажи.

Чтобы облегчить инвесторам процесс анализа сценариев, НИКойл еженедельно рассчитывает и публикует доходности владения основными облигациями для трех сценариев изменения ставок: позитивного, нейтрального и негативного. Шаг уровня ставок может варьироваться от публикации к публикации, сегодня это -1% годовых (позитивный сценарий), 0% годовых (негативный сценарий) и +1% годовых (негативный сценарий).

В каждом выпуске «Монитора вторичного рынка» на стр. 1 мы указываем, какой сценарий изменения процентных ставок на рынке кажется нам наиболее вероятным.

Таким образом, в самом общем случае для каждой облигации из рассматриваемых в выпуске могут быть рассчитаны: фиксированная доходность, т.е. доходность к ближайшей оферте/погашению, а также три оценки простой доходности к продаже облигации через полгода для трех указанных выше сценариев изменения базы процентных ставок. В качестве цены покупки бумаги берется ее средневзвешенная цена на ММВБ за день, предшествующий публикации. Если сделок в этот день заключено не было, облигация из расчета исключается.

Расчеты описанных доходностей представлены в трех таблицах (стр. 4, 5 и 6), каждая из которых соответствует одному из сценариев изменения процентных ставок.

### ***Как пользоваться таблицами сценариев***

Расположенные ниже таблицы призваны помочь инвесторам выбрать, в какие из основных муниципальных и корпоративных выпусков следует вкладывать средства в данный момент с горизонтом полгода, учитывая различные классы риска тех или иных эмитентов.

Как пользоваться таблицами.

1. Определите для себя, какой из рассмотренных далее сценариев изменения базы процентных ставок в ближайшие шесть месяцев кажется более вероятным: -1% годовых (негативный сценарий, падение цен), неизменные ставки или +1% годовых (позитивный сценарий, рост цен).

2. В таблице интересующего сценария обратите внимание на следующие поля: «Ожидается при продаже» – цена и соответствующая простая (вексельная, HPR) доходность владения облигацией на момент продажи, при условии что за рассматриваемые шесть месяцев база процентных ставок изменится соответственно сценарию. «Фиксированная доходность» – известная на данный момент доходность к погашению/оферте. «Рейтинг» – рейтинги основных рейтинговых агентств, а также рейтинг надежности НИКойла для оценки кредитного риска эмитента.

Важно помнить, что фиксированная доходность *гарантирована* держателю при условии исполнения эмитентом его обязательств. Ожидаемая же доходность владения является *оценкой* для соответствующего сценария развития событий.

Сценарные таблицы отсортированы по убыванию доходности. В конце документа представлена четвертая сводная таблица, где облигации перечислены в алфавитном порядке и где показаны ожидаемые доходности владения для всех трех сценариев.

**Аналитическое управление брокерской корпорации «НИКойл»****Руководитель управления**

Петру Вадува, vad\_pe@nikoil.ru

**Заместитель руководителя управления**

Константин Чернышев, che\_kb@nikoil.ru

**Стратегия**

Петру Вадува, руководитель управления, vad\_pe@nikoil.ru  
Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@nikoil.ru  
Алексей Казаков, ст. аналитик, kaz\_ae@nikoil.ru  
Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@nikoil.ru  
Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@nikoil.ru

**Экономика России**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@nikoil.ru

**Мировая экономика и рынки**

Алексей Казаков, ст. аналитик, kaz\_ae@nikoil.ru

**Нефть и газ**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@nikoil.ru  
Марина Лукашова, аналитик, luk\_mr@nikoil.ru  
Анна Юдина, аналитик, udi\_an@nikoil.ru

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.), bra\_ms@nikoil.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.), ros\_ch@nikoil.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**

Андрей Пятигорский, ст. редактор, pya\_ae@nikoil.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор, pro\_ja@nikoil.ru

Ольга Симкина, переводчик/редактор, sim\_oa@nikoil.ru

**Металлургия/Машиностроение**

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo\_vb@nikoil.ru  
Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@nikoil.ru

**Банки/Потребительский сектор/Авиация**

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@nikoil.ru  
Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr\_my@nikoil.ru

**Телекоммуникации**

Константин Чернышев, ст. аналитик, che\_kb@nikoil.ru  
Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@nikoil.ru

**Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@nikoil.ru  
Алексей Кормициков, аналитик, kor\_an@nikoil.ru  
Матвей Тайц, аналитик, tai\_ma@nikoil.ru

**Интернет / Базы данных**

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@nikoil.ru  
Кирилл Братанич, специалист, bra\_kv@nikoil.ru

**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, pug\_av@nikoil.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she\_sa@nikoil.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@nikoil.ru

Анна Карлова, клиентский менеджер, kar\_am@nikoil.ru

Андрей Дабига, трейдер по еврооблигациям, dab\_ay@nikoil.ru

Илья Вульфсон, трейдер по рублевым облигациям, vul\_ia@nikoil.ru

Андрей Борисов, трейдер по сделкам РЕПО, bor\_av@nikoil.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@nikoil.ru

Дмитрий Дудкин, аналитик, dud\_di@nikoil.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal\_av@nikoil.ru

**Управление рынков долгового капитала****Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@nikoil.ru

Илья Зимин, директор, zimin@nikoil.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim\_gg@nikoil.ru

Дарья Сонюшкина, ст. специалист, son\_da@nikoil.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, НИКОЙЛ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни НИКОЙЛ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «Брокерская компания НИКойл», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © НИКойл 2004