



МОНИТОР ВТОРИЧНОГО РЫНКА

Комментарий

Как показывают графики индексов НИКойла, на прошедшей неделе рынок рублевых облигаций оставался в рамках бокового тренда, сформировавшегося во второй половине октября после двухмесячного периода устойчивого роста. Безусловными лидерами в торговой активности оставались при этом облигации Москвы, тогда как корпоративный сектор, напротив, столкнулся с существенным снижением интереса инвесторов. Тем не менее, условия торговли с точки зрения bid-ask спредов оставались на неделе очень хорошими во всех секторах, что свидетельствует об отсутствии ожидания участниками существенных проблем.

Мировой уровень процентных ставок (долгосрочный негативный фактор)

10 ноября ФРС США приняла решение о подъеме учетной ставки на 0,25% до уровня 2%, что, впрочем, практически единогласно предсказывалось к этому моменту всеми ведущими экономистами. Как мы уже не раз писали, основная интрига заключается сейчас в том, будет ли ставка поднята еще раз в ходе последнего в этом году заседания FOMC 14 декабря. На сегодня, согласно опросу Bloomberg, среднее значение прогнозов 73 аналитиков находится на уровне 2,15%, что отражает смещение мнения рынка по этому вопросу в сравнении, скажем, с ситуацией месячной давности, когда ожидания всецело находились на стороне неизменности ставки.

По всей видимости, причиной для корректировки прогнозов стал неожиданно существенный рост потребительских цен (CPI) в США в сентябре, удивительно высокий уровень прироста числа рабочих мест в октябре (+337 тыс. при ожидавшихся +175 тыс. и +96 тыс. в сентябре), а также комментарий ФРС к решению 10 ноября, в котором не было ни единого намека на то, что в ближайшее время подъем учетной ставки может быть приостановлен.

Подтверждением того, что прогноз рынка относительно заседания 14 декабря меняется, являются также котировки декабрьских фьючерсов на учетную ставку, которые понизились за последние две недели с 97,93 до 97,88, отражая ожидания ставки на теоретическом уровне 2,12%. Таким образом, продолжение роста краткосрочных ставок в США прогнозируется сейчас большинством экономистов, и этот фактор продолжает быть принципиальным риском для рублевого рынка в среднесрочной перспективе.

Уровень свободной ликвидности (позитивный фактор)

10 ноября остатки на корсчетах коммерческих банков в ЦБ составили 327,6 млрд руб., что стало новым историческим максимумом этого показателя. Тот факт, что остатки превысили уровень начала года не в конце декабря, а гораздо раньше, также зафиксирован впервые и объясняется валовыми покупками валюты Центробанком в сентябре-ноябре, которые довели уровень золотовалютных резервов Банка России до уровня 112,8 млрд долл. (данные прошлой недели).

В результате такого накопления остатков ставки МБК все время находились на очень низком уровне: 1-дневный MIBOR всю неделю колебался в диапазоне 1-1,5%, что очень близко к историческому минимуму этого показателя. Таким образом, стоимость денег остается очень низкой и до февраля 2005 года проблем с ликвидностью у финансового рынка РФ быть не может. В дальнейшем ситуация будет сильно зависеть от уровня цен на нефть, однако пока нет никаких оснований ожидать его кардинального падения в такие короткие сроки, не говоря уже о временном лаге порядка 2-3 месяцев, с которым новые нефтяные цены отражаются на объеме притока в Россию валютных средств.

Валютный курс рубля (умеренно позитивный фактор)

Курс доллара находится сейчас на уровне 28,63 руб/долл, и за неделю он сдвинулся вниз на пару копеек, находясь в стадии консолидации после большого движения октября. Основным фактором валютной динамики, позволяющим ЦБ давать рублю расти, является сейчас рост курса евро по отношению к доллару. Так, сегодня европейская валюта установила очередной рекорд, достигнув уровня 1,3047 долл/евро. Сейчас многое говорит о том, что евро продолжит постепенно укрепляться, и это даст возможность рублю еще немного вырасти. Как мы неоднократно писали, если курс евро окажется к концу года на уровне 1,3 долл/евро, для ограничения реального укрепления эффективного курса рубля на уровне 7% потребуются, чтобы курс рубля к доллару оказался не выше 29 руб/долл. Однако пока евро движется вверх, у ЦБ возникает дополнительная свобода в управлении курсом рубля. Независимо от точки фиксации в конце года, в 2005 году рубль с большой вероятностью продолжит умеренно укрепляться по отношению к американской валюте из-за высоких цен на нефть и роста евро. Это позволяет инвесторам рассчитывать на крепкий рубль, учитывая эти ожидания при покупке рублевых облигаций.

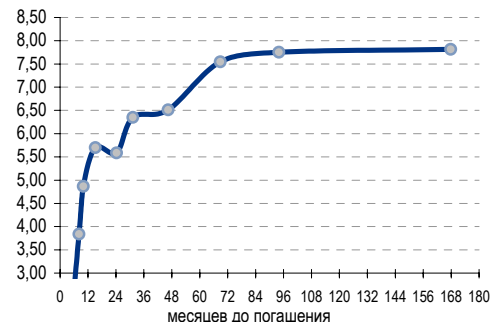
Неподвижность кривой ОФЗ (негативный фактор)

Несмотря на очень хорошие условия торговли (высокий уровень ликвидности, рост рубля), доходность длинных ОФЗ (46014, 46002 и т.д.) практически не меняется с начала октября, находясь на уровне 7,8%. Такое положение вещей является следствием двух факторов: во-первых, Минфин постоянно доразмещает новые объемы существующих ОФЗ в попытках стерилизации избыточной рублевой массы, а во-вторых, крупнейшие держатели блоков ОФЗ, являющиеся также и главными маркет-мейкерами на этом рынке, не могут быть довольны доходностью своих портфелей вследствие того, что доходность бумаг со сроком погашения 10 лет и более заметно ниже годового уровня инфляции. Оба эти фактора не прекратят свое действие в ближайшей перспективе, поэтому кривая ОФЗ, скорее всего, будет оставаться малоподвижной и продолжит ограничивать рост 1-го эшелона негосударственных рублевых облигаций.

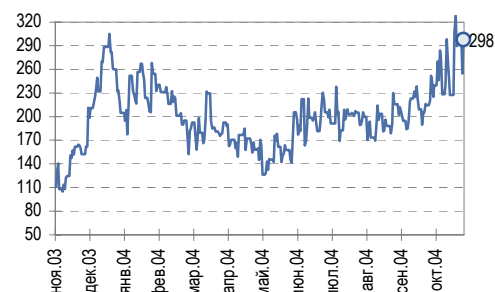
Вывод

Предполагаемый рост доходности Treasuries компенсируется 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.

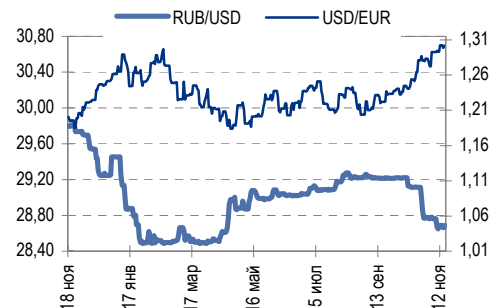
Доходность ГКО-ОФЗ



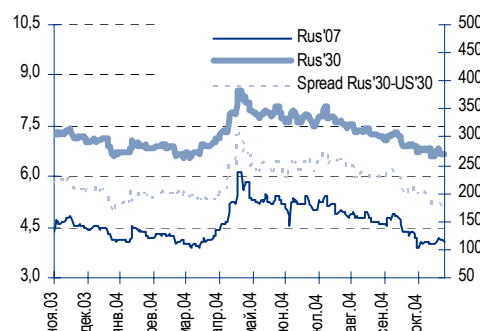
Остатки на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.



Курсы валют

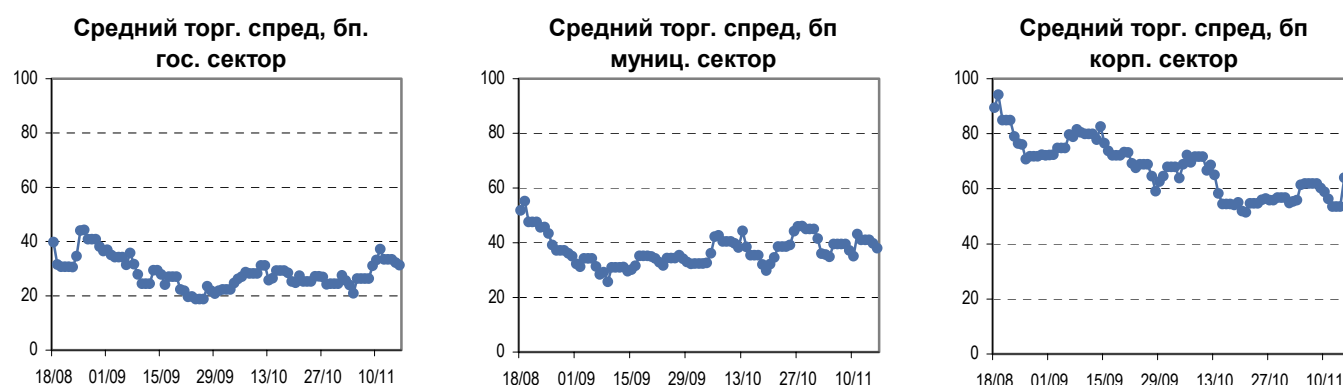


Доходность суверенных российских еврооблигаций

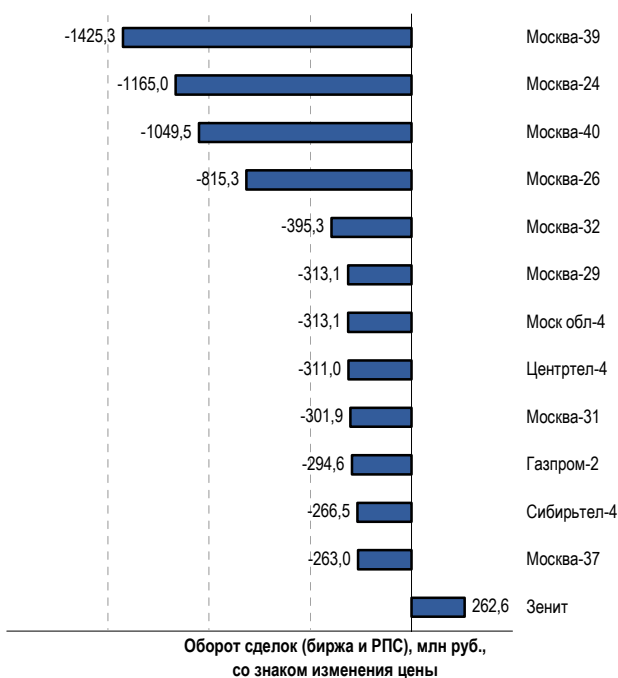




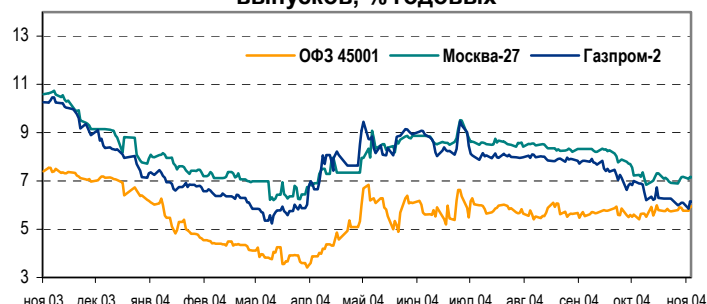
Индикаторы текущего состояния рынка



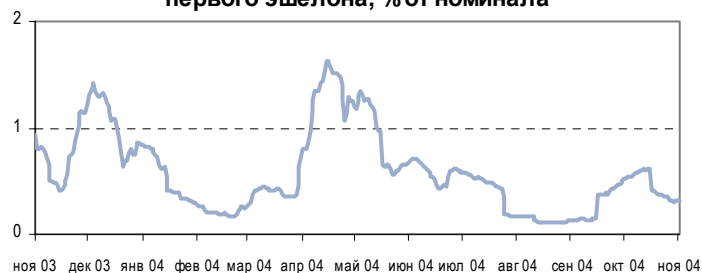
Лидеры торговых оборотов за неделю



Сравнительная доходность качественных выпусков, % годовых



Среднемесячная волатильность облигаций первого эшелона, % от номинала





Анализ вексельной (HPR) доходности владения

Горизонт: 6 месяцев

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

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 15.05.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКойл
Москва-39	106.12	21.1	112.57			BB+/Ba1	
ОГО-3	97.26			20.67	22.04.05		C+
Разгуляя	95.6	20.2	97.95				C-
СУ-155	97.34			19.73	30.03.05		C+
ИжАвто	95.85	19.3	99.01				C-
Рустекстиль	103.05	18.79	103.63				C-
ИИЛ	98.3	18.73	100.14				
Коми-6	110.56	18.59	113.66			-/B1	
Москва-38	110.21	18.55	115.72			BB+/Ba1	
Центротел-4	107.59	18.1	110.7			CCC+/ruBB+	B
Аиикс-2	106.81	18.04	111.17				
Болга	98.51	17.07	99.42				B
ИНТЕКО	100.46	3.18	96.68	16.48	17.02.05		B-
Жутия-3	102.75	16.44	105.31			ruA-	
ЯНАО	100.38	15.97	103.1			B/ruA/B1	
Болг обл	103	15.74	104.63				
Илимталл	101.7	15.62	102.21	9.94	23.03.05		B
Брянск	101.75	15.51	102.73				
Томск обл-2	100.52	15.51	102.38			ruA	
Коми-5	110.3	15.48	111.4			-/B1	
Жутия-5	96.4	15.47	98.88			ruA-	
Уфа-4	98.51	15.34	101.35			B	
Моск обл-4	106.65	15.22	109.69			BB-/ruAA-/B2	
ЛОМО-2	100	15.21	100.33				D+
Полиметалл	104.9	15.14	104.13	3.53	22.03.05		C-
Салават-2	100	15.01	102.62				
ТБЗ	103.18	14.9	103.67				C+
Краснод край	100.11	14.86	102.42				
Кристалл	97.25	14.84	98.68				B-
Яросл обл-2	105.62	14.79	106.64				
ГлМосСтрой	99.62	14.68	100.09	14.46	27.05.05		
Алтайнефто	102.79	14.6	101.36				C+
Нижнег обл-1	100.61	14.59	102.7			BB-/ruAA-/B2	
Новосиб обл	102.32	14.49	103				
ДжэФСи	100.5	14.45	100.87				C+
Нортгаз	102.48	14.26	101.81				C+
ГОТЭК	99.74	14.17	100.15	13.84	07.06.05		C-
Росинтер	104.3	14.11	103.16				C
Хаб край-5	100.63	13.91	101.65				
Москва-29	107.37	13.87	110.09			BB+/Ba1	
СЗПК	100.15	13.81	100.39				C
Башкортостан-4	97.63	13.8	100.41			BB-/Ba3	
Мастербанк	99.95	13.73	100	13.72	07.06.05		
Твер обл-2	111.05	13.6	101.36				
Мегафон-2	99.95	13.42	102.04				B+
ИстЛайн	99.95	13.33	100.22			B-/ruBBB-	NR
АЦБК	100.4			13.26	15.03.05		B-
ЮТК	106	13.18	106.02			ruBBB/B3	B-
ИИТ-1	101.25	13.8	97.97	13.17	31.03.05		C
Сибирьтел-4	106.5	13.14	107.43				B
Балтмор	102.6	13.13	101.57				C+
Моск обл-3	105	12.98	106.47			BB-/ruAA-/B2	
Иркут обл	99.99	12.88	101.07			B	
ВБД-1	96.88	12.85	98.72			B+/ruA+/B1	B+
Центротел-3	103.19	12.83	104.52			CCC+/ruBB+	B
Мечел-ТД	100.93	12.79	101.81				B-
Парнас	99.91			12.76	16.03.05		C+
Уфа-3	99.47	12.66	100.94			B	
Москва-40	107.18	12.63	108.96			BB+/Ba1	
СМАРТС-2	100.7	12.35	100.38				B-
МББ-1	99.5	12.32	101.68				
Иркут обл-2	100.42	12.31	100.93			B	
Нидан	102.2	12.28	100.45	11.91	08.06.05		C
Тинькофф	103.46			12.15	27.04.05		C-
ЭФКО	102.94	12.15	101.64				C-
Ужтия-4	104.7	11.95	104.03			ruA-	
Ковосток	99.8	5.79	97.05	11.94	24.02.05		B
Таттелеком	100.1			11.92	15.05.05		
НИКОСХИМ	99.73	11.88	98.41			CCC+/ruBB+	C
Самар обл-1	104.22	11.83	104.46			BB-/Ba3	
ОМЗ-4	102.41	11.76	101.49			CCC+/ruBB	B-
Амтелшиппром	108.3	11.75	105.64				B-
Белгос обл-3	108.75	11.74	105.85				
Чувашия-1	100.92	11.62	100.79				
АвтоВАЗ-2	100.02	11.62	100.47				B
Акварс	99			11.59	06.04.05		
Альфа-Финанс-2	99.44			11.54	06.04.05	B-/ruA+/	
Мегафон	103	11.54	103.48				B+
Сибирьтел-3	107.65	11.5	106.88				B
ИРКУТ-2	105.35	11.49	103.46				B
УрСИБ	107.79	11.33	107.05			B/-	B+
Интеробю	107	11.29	106.73				A-
Татнефть-3	104.8	11.12	104.85			B/B2	A-
МТТС-4	101.9	11.06	102.56			B-/ruBBB+	B+
Башкирэн	107.51	11	103.67				B
Газпром-3	101.86	10.99	103.51			BB-/	A
ХКФ	101.5	10.88	101.45				
Куйбышевазот	100.3			10.84	17.03.05		B-
ОСГ	100.77	10.83	99.49				C+
НКНХ-3	99.75	10.77	100.47				B
РосСтанд-2	107.18	10.62	106.18			B/ruBBB+	
ТМК	101.4			10.45	20.04.05		B-
Москва-27	115.5	10.42	114.18			BB+/Ba1	
ПИК-4	99.09	10.37	99.9				C
Москва-37	105.38	10.19	105.81			BB+/Ba1	
РосАлфин	100.95	9.78	100.97				NR
Евраз	103.95	9.74	102.97			B1	B+
ИРКУТ-1	99.4			9.62	27.03.05		A-
Вымпелком	103.5	9.6	103.75			BB-/Ba3	A
ТНК-5	115.5	9.5	113.84			BB-/	A
Зенит	99.7			9.45	24.03.05		
С-3тел-2	104	9.45	102.41			B-/ruBBB	B
Москва-35	105	9.28	104.94			BB+/Ba1	
Москва-32	104.32	9.12	104.7			BB+/Ba1	
ВМЗ-1	105.05	9.11	102.52				C+
Хаб край-4	102.15	8.82	100.26	8.57	27.05.05		
ВТБ-3	108.9	8.78	106.61			BB+	
УрСИБ-2	106.65	8.69	102.61			B/-	B+
РосСтанд-3	103.57	8.6	101.73			B/ruBBB+	
Центротел-2	103.08			8.43	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
АЛРОСА-19	108.64	7.72	104.93			B/B1	A-
Газпром-2	108.46	7.6	105.03			BB-/	A
РАО ЕЭС-2	107.92	7.51	104.57			B/ruA+	A-
Москва-28	109.88	7.37	106.55			BB+/Ba1	
Москва-34	103.2	6.71	101.76			BB+/Ba1	
Москва-24	107.3	6.36	103.36			BB+/Ba1	
Москва-26	103.33			4.18	11.03.05	BB+/Ba1	
ВТБ-4	100.42			4.18	24.03.05	BB+	
ГТ-ТЭЦ-2	99.7	3.76	95.44				B-



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

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 15.05.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОЙЛ
ОГО-3	97.26			20.67	22.04.05		C+
СУ-155	97.34			19.73	30.03.05		C+
ИжАвто	95.85	18.7	98.72				C-
Разгуляй	95.6	18.53	97.11				C-
МИГ	98.3	17.76	99.64				C-
РусТекстиль	103.05	16.7	102.53				C-
УНТКО	100.46	1.98	96.07	16.48	17.02.05		B-
ЛОМО-2	100	14.93	100.18				D+
ГлМосСтрой	99.62	14.62	100.06	14.46	27.05.05		
Кристалл	97.25	14.4	98.46				B-
Алтайэнерго	102.79	14.21	101.16				C+
ИлимПалл	101.7	14.18	101.46	9.94	23.03.05		B
ГОТЭК	99.74	14.08	100.03	13.84	07.06.05		C-
Волга	97	14.04	97.94				B
ДжЭфСи	100.5	13.76	100.52				C+
МастерБанк	99.95	13.62	99.94	13.72	07.06.05		
Полиметалл	104.9	13.7	103.37	3.53	22.03.05		C
СЭЛК	100.15	13.51	100.23				C
Нордгаз	102.48	13.39	101.37				C+
АБК	100.4			13.26	15.03.05		B-
Росинтер	104.3	13.19	102.67				C
ПИТ-1	101.25	6.62	96.86	13.17	31.03.05		C
Брянск	101.75	13.14	101.52				
ИстЛайн	99.95	13.14	100.12			B-/ruBBB-	NR
Парнас	99.91			12.76	16.03.05		C+
Балтимор	102.6	12.61	101.3				C+
ТВЗ	103.18	12.55	102.46				C+
Новосиб обл	102.32	12.44	101.97				
Индан	102.2	12.16	100.39	11.91	08.06.05		C
Якутия-5	96.4	12.15	97.29			ruA-	C-
Гинькофф	103.46			12.15	27.04.05		B-
СМАРТ-С-2	100.7	12.14	100.27				
Нижегород обл-1	100.81	12.08	101.02			BB-/ruAA-/B2	
Центтел-4	107.59	12	107.35			CCC+/ruBB+	B
Ковосток	99.8	3.01	95.65	11.94	24.02.05		B
Таттелеком	100.1			11.92	15.05.05		
Якутия-3	102.75	11.63	102.83			ruA-	
Ахбас	99			11.59	06.04.05		
Краснод край	100.11	11.55	100.7				
ЭФКО	102.94	11.55	101.33				C-
Альфа-Финанс-2	98.44			11.54	06.04.05	B-/ruA+/-	
Хаб край-5	100.53	11.53	100.46				
Томск обл-2	100.52	11.51	100.37			ruA	
Коми-5	110.3	11.42	109.14			-B1	
Уралсиб обл-2	105.62	11.35	104.82				
ОМЗ-4	102.41	11.21	101.21			CCC+/ruBB	B-
ВБД-1	96.88	11.2	97.92			B+/ruA+/B1	B+
Волг обл	103	11.17	102.15				
Чувашия-1	100.92	11.17	100.57				
АвтоАЗ-2	100.02	11.14	100.23				B
Коми-6	110.06	11.09	109.53			-B1	
Ивер Обл-2	111.05	11.07	108.98				
Мечел-1Д	100.93	10.94	100.84				B-
Аижк-2	106.81	10.91	107.3				
ЮТК	106	10.9	104.81			ruBBB/B3	B-
ЭНАО	100.38	10.86	100.49			B/ruA/B1	B-
Курбшеввазот	100.3			10.84	17.03.05		
Иркут обл	99.99	10.82	100.01			B	
Иркут обл-2	100.42	10.74	100.13			B	
Амтелшиппром	108.3	10.74	105.06				B-
Салават-2	100	10.73	100.51				
Белтел обл-3	108.75	10.72	105.29				
ИРКУТ-2	105.35	10.64	103.02				B
Уфа-3	99.47	10.61	99.9			B	
ОСТ	100.77	10.53	99.34				C+
Якутия-4	104.7	10.51	103.27			ruA-	
Уфа-4	99.51	10.5	98.89				
Центтел-3	103.9	10.5	103.3			CCC+/ruBB+	B
ГМК	101.4			10.45	20.04.05		B-
Вашкион	107.51	10.41	103.35				B
ПИК-4	99.09	10.3	99.79				C
НИКОСХИМ	99.73	10.27	97.56			CCC+/ruBB+	C
ПНК-3	99.75	10.23	100.2				C
ХКФ	101.5	10.09	101.04				B
Москва-38	110.21	10.07	110.94			BB+/Ba1	
Мегафон-2	99.95	10.06	100.38				B+
Самар обл-1	104.22	9.84	103.43			BB-/Ba3	
Башкортостан-4	97.63	9.72	98.42			BB-/Ba3	
Мегафон	103	9.7	102.5				B+
Сибирьтел-4	106.5	9.66	105.62				B
ИРКУТ-1	99.4			9.62	27.03.05		B
Сибирьтел-3	107.65	9.53	105.79				B
Зенит	99.7			9.45	24.03.05		
Моск обл-4	106.65	9.37	106.44			BB-/ruAA-/B2	
УрСИБ	107.79	9.33	105.94			B/-	B+
МТС-4	101.9	9.32	101.68			B-/ruBBB+	B+
ММБ-1	99.5	9.21	100.02				
Моск обл-3	105	9.19	104.45			BB-/ruAA-/B2	
РусАлФин	100.95	9.16	100.66				NR
Газнефть-3	104.8	9.16	103.82			B/B2	A-
Интерорю	107	9.12	105.55				A-
Москва-39	106.12	8.89	105.98			BB+/Ba1	
Москва-29	107.37	8.85	107.32			BB+/Ba1	
РусСтанд-2	107.18	8.8	105.16			B/ruBBB+	
Евраз	103.95	8.76	102.44			B1	B+
Хаб край-4	102.15	8.75	100.23	8.57	27.05.05		
С-3Тел-2	104	8.74	102.04			B-/ruBBB	B
ВМЗ-1	105.05	8.57	102.22			C+	
Центтел-2	103.08			8.43	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
Москва-40	107.18	8.42	106.72			BB+/Ba1	
УрСИБ-2	106.65	8.28	102.39			B/-	B+
РусСтанд-3	103.57	8.04	101.44			B/ruBBB+	
Газпром-3	101.86	7.97	101.96			BB-/	A
Вымпелком	103.5	7.82	102.8			BB-/Ba3	A-
Москва-37	105.38	7.76	104.53			BB+/Ba1	
Москва-27	115.5	7.74	112.6			BB+/Ba1	
ВТБ-3	108.9	7.38	105.83			BB+	
Москва-35	105	7.3	103.91			BB+/Ba1	
Москва-32	104.82	7.27	103.73			BB+/Ba1	
ПНК-5	115.5	6.96	112.31			BB-/	A
АЛРОСА-19	108.84	6.9	104.48			B/B1	A
Газпром-2	108.46	6.72	104.56			BB-/	A
РАО ЕЭС-2	107.92	6.7	104.13			B/ruA+	A-
Москва-28	109.88	6.27	105.94			BB+/Ba1	
Москва-34	103.2	6.17	101.48			BB+/Ba1	
Москва-24	107.3	5.81	103.06			BB+/Ba1	
Москва-26	103.33			4.18	11.03.05	BB+/Ba1	
ВТБ-4	100.42			4.18	24.03.05	BB+	
ГТ-ТЭЦ-2	99.7	2.11	94.58				B-



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

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 15.05.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОйл
ОГ-0-3	97.26			20.67	22.04.05		C+
СУ-155	97.34			19.73	30.03.05		C+
ИжАвто	95.85	18.11	98.44				C-
Разгуляй	95.6	16.89	96.27				C-
МИГ	98.3	16.81	99.14				C-
ИНТЕКО	100.45	0.79	95.46				B-
ЮМО-2	100	14.65	100.04	16.48	17.02.05		D+
РвсТекстиль	103.05	14.64	101.46				C-
ГлМосСтрой	99.62	14.56	100.03	14.46	27.05.05		
Кристалл	97.25	13.97	98.25				B-
ГОТЭК	99.74	13.95	100.03	13.84	07.06.05		C-
Алтайэнерго	102.79	13.81	100.98				C+
Мастербанк	95.95	13.51	99.89	13.72	07.06.05		C+
АЦБК	100.4			13.26	15.03.05		B-
СЭПК	100.15	13.21	100.08				C-
ПИТ-1	101.25	4.49	95.77	13.17	31.03.05		C+
ЛКЗБСБ	100.15	13.07	100.17			B-/ruBBB-	NR
ИстЛави	99.95	12.95	100.02				C+
Парнас	99.91			12.76	16.03.05		C+
ИлимГалл	101.7	12.75	100.73	9.94	23.03.05		B
Нотгаз	102.48	12.53	100.94				C+
Полиметалл	104.9	12.28	102.62	3.53	22.03.05		C-
Росинтер	104.3	12.28	102.18				C-
Гинькофф	103.46			12.15	27.04.05		C-
Балтимор	102.6	12.09	101.03				C+
Нидан	102.2	12.04	100.33	11.91	08.06.05		C-
Коросток	99.8	0.3	94.28	11.94	24.02.05		B
SMART C-2	100.7	11.94	100.16				B-
Таттелеком	100.1			11.92	15.05.05		
АкБарс	99			11.59	06.04.05		
Альфа-Финанс-2	98.44			11.54	06.04.05	B-/ruA+/-	
Волга	97	11.09	96.5				B
ЭФКО	102.94	10.96	101.02				C-
Куйбышевазот	100.3			10.84	17.03.05		B-
Брянск	101.75	10.82	100.34				
Чувашия-1	100.92	10.72	100.35				
АвтоВАЗ-2	100.02	10.67	99.99				B
ОМЗ-4	102.41	10.67	100.93			CCC+/ruBB	B-
ПМК	101.4			10.45	20.04.05		B-
Новосиб обл	102.32	10.44	100.95				
ТВЗ	103.18	10.24	101.27				C+
ОСТ	100.77	10.23	99.18				C+
ПИК-4	99.09	10.23	99.68				C-
Башкирэн	100.51	9.83	103.04				C-
ИРКУТ-2	105.35	9.8	102.58				B
Амтелшинпром	108.3	9.73	104.49				B-
Белгор обл-3	108.75	9.72	104.73				
НКНХ-3	99.75	9.68	99.92				B
Нижегор обл-1	100.81	9.62	99.79			BB-/ruAA-/B2	
ИРКУТ-1	99.4			9.62	27.03.05		B
ВБД-1	96.88	9.57	97.13			B+/ruA+/B1	B+
Зенит	99.7			9.45	24.03.05		
ХКФ	101.5	9.3	100.65				
Харьков-5	100.53	9.2	99.29				
Иркут обл-2	100.42	9.19	99.35			B	
Мендел-Д	100.93	9.12	99.89				B-
Жутия-4	104.7	9.09	102.52			ruA-	
Центртел-3	103.9	8.96	102.5			CCC+/ruBB+	B
Жутия-5	96.4	8.92	95.74			ruA-	
Иркут обл	99.99	8.8	98.98			B	
ГлВор обл-2	111.05	8.69	107.64				
Харьков-4	102.15	8.69	100.2	8.57	27.05.05		
НИКОСХИМ	99.73	8.68	96.73			CCC+/ruBB+	C
ЮТК	106	8.68	103.62			ruBBB/B3	B-
Уфа-3	99.47	8.59	98.88			B	
РвсАлФин	100.95	8.55	100.35				NR
Центртел-2	103.08			8.43	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
Краснод край	100.11	8.34	99.03				
С-3тел-2	104	8.04	101.67			B-/ruBBB	B
ВМЗ-1	105.05	8.03	101.93			C+	
Яросл обл-2	105.62	8	103.05				
Мегафон	103	7.9	101.54				B+
Самар обл-1	104.22	7.89	102.41			BB-/Ba3	
УрСН-2	106.65	7.87	102.17			B/-	B+
Евраз	103.95	7.8	101.91			B1	B+
Томск обл-2	100.52	7.63	98.43			ruA	
ПМ-10-4	101.19	7.61	100.81			B-/ruBBB+	B+
Сибирьтел-3	107.65	7.6	104.72				B
Коми-5	110.3	7.49	106.96			-/B1	
РвсСтанд-3	103.57	7.49	101.15			B-/ruBBB+	
УрСН-6	107.79	7.37	104.85			B/-	B+
Татнефть-3	104.8	7.24	102.79			B2	A-
РвсСтанд-2	107.18	7.01	104.16			B-/ruBBB+	
Жутия-3	102.75	6.99	100.44			ruA-	
Интеробл	107	6.99	104.39				
Мегафон-2	99.95	6.79	98.75				A-
Волг обл	103	6.76	99.76				B+
Салават-2	100	6.57	98.46				
Сибирьтел-4	106.5	6.27	103.77				B
ММБ-1	99.5	6.18	98.5				
Центртел-4	107.59	6.16	104.16			CCC+/ruBB+	B
АЛРОСА-19	108.64	6.09	104.05			B/B1	A-
Вымпелком	103.5	6.08	101.87			BB-/Ba3	A-
ВТБ-3	108.9	5.99	105.06			B3+	
ЯНАО	100.38	5.93	97.98			B-/ruA/B1	
РАО ЕЭС-2	107.92	5.9	103.7			B-/ruA+	A-
Газпром-2	108.46	5.85	104.1			BB-/	A
Уфа-4	98.51	5.82	96.52			B	
Башкортостан-4	97.63	5.76	96.45			BB-/Ba3	
Москва-34	103.2	5.64	101.2			BB+/Ba1	
Моск обл-3	105	5.5	102.49			BB-/ruAA-/B2	
Москва-32	104.82	5.46	102.77			BB+/Ba1	
Москва-37	105.38	5.39	103.28			BB+/Ba1	
Москва-35	105	5.37	102.89			BB+/Ba1	
Москва-24	107.4	5.27	102.77			BB+/Ba1	
Москва-28	109.88	5.19	105.34			BB+/Ba1	
Москва-27	115.5	5.11	111.07			BB+/Ba1	
Газпром-3	101.86	5.03	100.44			BB-/	A
ТНК-5	115.5	4.48	110.81			BB-/	A
Москва-40	107.18	4.34	104.55			BB+/Ba1	
Москва-26	103.38			4.18	11.03.05	BB+/Ba1	
ВТБ-4	100.42			4.18	24.03.05	BB+	
Диж-2	106.81	4.11	103.62				
Москва-29	107.37	4	104.64			BB+/Ba1	
Коми-6	110.56	3.98	105.91			-/B1	
Моск обл-4	106.65	3.76	103.32			BB-/ruAA-/B2	
Москва-38	110.21	2.06	106.44			BB+/Ba1	
ГТ-ТЭЦ-2	99.7	0.48	93.74				B-
Москва-39	106.12	-2.34	99.92			BB+/Ba1	


Сводная таблица по трем сценариям

Выпуск	Текущая цена	Рейтинг		Фиксированная доходность		Доходность владения HPR, ожидаемая к 15.05.05		
		S&P/M	НИКОйл	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	Сценарий 1 -1% годовых	Сценарий 2 +0% годовых	Сценарий 3 +1% годовых
Башкортостан-4	97.63	BB-/Ba3				13.8	9.72	5.76
Белгос обл-3	108.75					11.74	10.72	9.72
Брянск	101.75					15.51	13.14	10.82
Волг обл	103					15.74	11.17	6.76
Иркут обл	99.99	B				12.88	10.82	8.8
Иркут обл-2	100.42	B				12.31	10.74	9.19
Коми-5	110.3	-/B1				15.48	11.42	7.49
Коми-6	110.56	-/B1				18.59	11.09	3.99
Краснод край	100.11					14.86	11.55	8.34
Москва-26	103.33	BB+/Ba1		4.18	11.03.05			
Москва-34	103.2	BB+/Ba1				6.71	6.17	5.64
Москва-24	107.3	BB+/Ba1				6.36	5.81	5.27
Москва-28	109.88	BB+/Ba1				7.37	6.27	5.19
Москва-32	104.82	BB+/Ba1				9.12	7.27	5.46
Москва-35	105	BB+/Ba1				9.28	7.3	5.37
Москва-37	105.38	BB+/Ba1				10.19	7.76	5.39
Москва-27	115.5	BB+/Ba1				10.42	7.74	5.11
Москва-40	107.18	BB+/Ba1				12.63	8.42	4.34
Москва-29	107.37	BB+/Ba1				13.87	8.85	4
Москва-38	110.21	BB+/Ba1				18.55	10.07	2.06
Москва-39	106.74	BB+/Ba1				21.1	8.99	-2.44
Моск обл-3	105	BB-/ruAA-/B2				12.98	9.19	5.5
Моск обл-4	106.65	BB-/ruAA-/B2				15.22	9.37	3.76
Нижегор обл-1	100.81	BB-/ruAA-/B2				14.59	12.08	9.62
Новосиб обл	102.32					14.49	12.44	10.44
Самар обл-1	104.22					11.83	9.84	7.68
Твер обл-2	111.05	BB-/Ba3				13.5	11.07	8.69
Томск обл-2	100.52	ruA				15.51	11.51	7.63
Уфа-3	99.47	B				12.66	10.61	8.59
Уфа-4	98.51	B				15.34	10.5	5.82
Хао край-4	102.15			8.57	27.05.05	8.82	8.75	8.69
Хао край-5	100.53					13.91	11.53	9.2
Чувашия-1	100.92					11.62	11.17	10.72
Якутия-3	102.75	ruA-				16.44	11.63	6.99
Якутия-4	104.7	ruA-				11.95	10.51	9.09
Якутия-5	96.4	ruA-				15.47	12.15	8.92
УНАО	100.38	B-/ruA/B1				15.97	10.86	5.93
Яросл обл-2	105.62					14.79	11.35	8
АвтоВАЗ-2	100.02		B			11.62	11.14	10.67
Аижи-2	106.81					18.04	10.91	4.11
Албасс	99			11.59	06.04.05			
АЛРОСА-19	108.66	B/B1	A-			7.72	6.9	6.09
Алтайэнерго	102.79		C+			14.6	14.21	13.81
Альфа-Финанс-2	98.44	B-/ruA+/-		11.54	06.04.05			
Амтелшинпром	108.3		B-			11.75	10.74	9.73
АШК	100.4		B-	13.26	15.03.05			
Балтмор	102.6		C+			13.13	12.61	12.09
Вашкиман	107.51		B			11	10.41	9.83
ВБ-1	96.88	B+/ruA+/B1	B+			12.85	11.2	9.57
ВМЗ-1	105.05	C+				9.11	8.57	8.03
Волга	97		B			17.07	14.04	11.09
ВТБ-3	108.9	BB+				8.78	7.38	5.99
ВТБ-4	100.42	BB+		4.18	24.03.05			
Вымпелком	103.5	BB-/Ba3	A-			9.6	7.82	6.08
Газпром-2	108.46	BB-/A	A			7.6	6.72	5.85
Газпром-3	101.86	BB-/A	A			10.99	7.97	5.03
ГТ-ТЭЦ-2	99.7	BB-/A	B-			3.76	2.11	0.48
ГП МосСтрой	99.62		C-	14.46	27.05.05	14.68	14.62	14.56
ГОТЭК	99.74		C-	13.84	07.06.05	12.17	14.06	13.95
ДжЭФС	100.5		C+			14.45	13.76	13.07
Евраз	103.95	B1	B+			9.74	8.76	7.8
Зенит	99.7			9.45	24.03.05			
ИжАвто	95.85		C-			19.3	18.7	18.11
ИлимПалл	101.7		B	9.94	23.03.05	15.62	14.18	12.76
ИНТЕКО	100.46		B-	16.48	17.02.05	3.18	1.98	0.79
Интерою	107		A-			11.29	9.12	6.99
ИРКУТ-1	99.4		B	9.62	27.03.05			
ИРКУТ-2	105.35		B			11.49	10.64	9.8
ИстЛан	99.95	B-/ruBBB-	NR			13.33	13.14	12.95
Квазотек	99.9		B	11.94	24.02.05	5.79	3.01	0.3
Консталл	97.25		B-			14.84	14.4	13.97
Куйбышевазот	100.3		B-	10.84	17.03.05			
ЛОМО-2	100		D+			15.21	14.93	14.65
МастерБанк	99.95			13.72	07.06.05	13.73	13.62	13.51
МГТС-4	101.9	B-/ruBBB+	B+			11.06	9.32	7.61
Мегафон	103		B+			11.54	9.7	7.9
Мегафон-2	99.95		B+			13.42	10.06	6.79
Мечел-ТД	100.93		B-			12.79	10.94	9.12
МИГ	98.3					18.73	17.76	16.81
ММБ-1	99.5					12.32	9.21	6.18
Нидан	102.2		C	11.91	08.06.05	12.16	12.14	12.04
НИКОСХИМ	99.73	CCC+/ruBB+	C			11.88	10.27	8.68
НКНХ-3	99.75		B			10.77	10.23	9.68
Нортгаз	102.48		C+			14.26	13.39	12.53
ОГО-3	97.26		C+	20.67	22.04.05			
ОМЗ-4	102.41	CCC+/ruBB	B-			11.76	11.21	10.67
ОСТ	100.77		C+			10.83	10.53	10.23
Парнас	99.91		C+	12.76	16.03.05			
ПИК-4	99.09		C			10.37	10.3	10.23
ПИТ-1	101.25		C	13.17	31.03.05	8.8	6.62	4.49
Полиметалл	104.9		C-	3.53	22.03.05	15.14	13.7	12.28
Разгуля	95.6		C-			20.2	18.53	16.89
РАО ЕЭС-2	107.92	B-/ruA+	A-			7.51	6.7	5.9
Росинтер	104.3		C			14.11	13.19	12.28
РосАлфин	100.95		NR			9.78	9.16	8.55
РосСтанд-2	107.18	B-/ruBBB+				10.62	8.8	7.01
РосСтанд-3	103.57	B-/ruBBB+				8.6	8.04	7.49
РосТекстиль	103.05		C-			18.79	16.7	14.64
Салават-2	100					15.01	10.73	6.57
СЗПК	100.15		C			13.81	13.51	13.21
С-3тел-2	104	B-/ruBBB	B			9.45	8.74	8.04
Сибирьтел-3	107.65		B			11.5	9.53	7.6
Сибирьтел-4	106.5		B			13.13	9.66	6.27
СМАРТС-2	100.7		B-			12.35	12.14	11.94
СУ-155	97.34		C+	19.73	30.03.05			
Татнефть-3	104.8	B/B2	A-			11.12	9.16	7.24
Таттелеком	100.1		C+	11.92	15.05.05			
ТБЗ	103.18		C-			14.9	12.55	10.24
Тинькофф	103.46		C-	12.15	27.04.05			
ТМК	101.4		B-	10.45	20.04.05			
ТНК-5	115.5	BB-/A	A			9.5	6.96	4.48
УрСН-2	106.65	B/-	B+			8.69	8.28	7.87
УрСН-6	107.79	B/-	B+			11.33	9.33	7.37
ХКФ	101.5					10.88	10.09	9.3
Центротел-2	103.08	CCC+/ruBB+	B	8.43	21.04.05			
Центротел-3	103.9	CCC+/ruBB+	B			12.83	10.5	8.96
Центротел-4	107.59	CCC+/ruBB+	B			18.1	12	6.16
ЭФКО	102.94		C-			12.15	11.55	10.96
ЮТК	106	ruBBB/B3	B-			13.18	10.9	8.68



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 (нейтральный 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 полгоода, 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

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.), bra_ms@nikoil.ru
Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.), ros_ch@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 Карпова, клиентский менеджер, kar_am@nikoil.ru
Андрей Дабига, трейдер по еврооблигациям, dab_ay@nikoil.ru
Олег Яровиков, трейдер по векселям, yar_ov@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

Олег Елшин, управляющий директор, els_ob@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 оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, НИКОИЛ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни НИКОИЛ, 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. © НИКОИЛ 2004