



МОНИТОР ВТОРИЧНОГО РЫНКА

Комментарий

Как показывают графики индексов НИКОЙЛа, на прошедшей неделе рынок рублевых облигаций впервые с начала ноября продемонстрировал некое подобие понижательной коррекции, которая, впрочем, пока совсем не похожа на крупномасштабный разворот вниз. Несмотря на снизившуюся активность, выражающуюся в падении суммарных торговых оборотов, bid-ask спреды во всех трех секторах рынка остаются очень небольшими, отражая отсутствие ожидания участниками рынка серьезных проблем в ближайшем будущем.

Мировой уровень процентных ставок (долгосрочный негативный фактор)

Согласно опросу Bloomberg, 78 ведущих экономистов уже высказались в отношении того, поднимет ли ФРС учетную ставку в очередной раз на заседании FOMC 14 декабря. Напомним, что ставка находится сейчас на уровне 2%, и вопрос идет о том, станет ли она равной 2,25%. Среднее значение официальных прогнозов находится сейчас на уровне 2,17%, свидетельствуя, что большинство опрошенных склоняется к тому, что ставка все же будет поднята. Одновременно, котировки декабрьских фьючерсов понизились за неделю на полпункта, составив 97,865, означая, что рынок ожидает в декабре ставку на теоретическом уровне 2,135%. Если же взять чуть больший временной период, то июньские фьючерсы на ставку котируются сейчас на уровне 97,14, подразумевая, что рынок ожидает ставку в середине 2005 года близко к отметке 3%, т.е. почти на 1% выше текущего уровня.

Тем временем, 10-летние выпуски облигаций казначейства завершили 29 ноября формирование фигуры double bottom, сделав ранее две попытки штурма барьера 3,97% в направлении вниз, преодолев в понедельник разделяющий их пик 4,25% и достигнув скачком уровня 4,32%. Сейчас доходность T'14 составляет 4,37%. С нашей точки зрения, уверенный выход T'14 из коридора 3,97-4,25% в направлении вверх означает, что облигации казначейства готовы сформировать новый среднесрочный тренд (характерный срок – порядка полугода), направленный на достижение летних максимумов 4,85-4,87%. Можно также предположить, что если летние пики будут достигнуты, уровень 4,85-4,87% падет под давлением продавцов, поскольку это будет уже третья попытка пробить эти высоты, а трех попыток обычно достаточно для преодоления любого технического барьера. В результате, T'14 рискуют оказаться в области 5-ой фигуры уже в первой половине 2005 года.

Уровень свободной ликвидности (позитивный фактор)

Центробанк сообщил сегодня, что за прошедшую неделю его золотовалютные резервы выросли еще на 3,2 млрд долл., составив 117,1 млрд долл. Этот результат кажется удивительным, поскольку логично было предположить, что за период, когда ЦБ, как говорили многие, совсем не поддерживал доллар на валютном рынке, резервы Банка России должны были оставаться более-менее стабильными. Напомним, что за соответствующий период курс рубля вырос с 28,55 до 28,3 руб/долл. Таким образом, факты говорят, что поддержка все же была, а это означает, что ЦБ продолжает корректировать курс, накачивая экономику рублями.

В настоящий момент остатки на корсчетах банков в ЦБ находятся на очень высоком уровне 307,2 млрд руб., и, хотя в 10-х числах декабря можно ожидать их снижения до уровня 250-270 млрд, в дальнейшем свободная ликвидность будет накапливаться, чтобы достигнуть годового пика при переходе через Новый год. После этого мы увидим возврат остатков к нормальному уровню, который останется достаточным для поддержания ставок МБК минимальными. И только в феврале-марте проблемы с ликвидностью теоретически могут стать реальностью, поскольку в этих месяцах приток средств на финансовый рынок будет уже зависеть от неизвестного нам уровня цен на нефть в декабре. Однако если ничего драматичного со стоимостью энергоносителей не произойдет (что очень вероятно), объем свободной ликвидности будет высоким весь I квартал 2005 года.

Неподвижность кривой ОФЗ (умеренно негативный фактор)

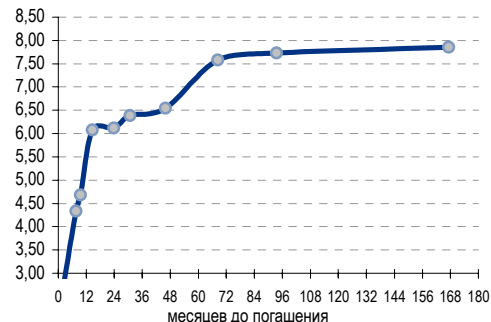
Несмотря на очень хорошие экономические условия (высокий уровень ликвидности, рост рубля), доходность длинных ОФЗ (46014, 46002 и т.д.) практически не меняется с начала октября, находясь в диапазоне 7,7-7,9%. Такое положение вещей является следствием двух факторов: во-первых, Минфин постоянно размещает 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 ставки бумаг со сроком погашения 10 (и более) лет 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. Очевидным свидетельством в пользу последнего является тот факт, что в момент, когда агентство Fitch неожиданно объявило об апгрейде рейтинга РФ до инвестиционного уровня ВВВ- (18 ноября), на фоне резко выросших суверенных еврообондов длинные ОФЗ едва-едва двинулись вверх, сократив свою доходность всего на 9 бп и вписавшись полностью компенсировав это движение откатом в обратную сторону.

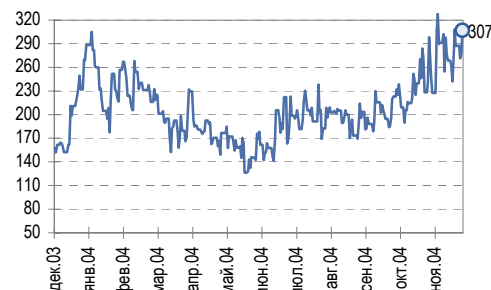
Вывод

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.

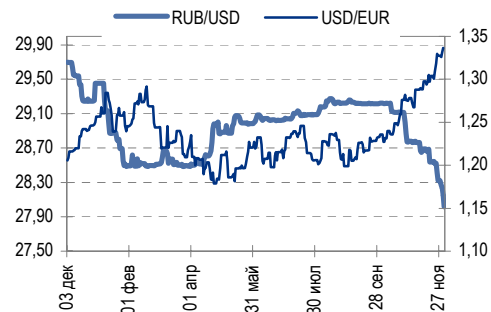
Доходность ГКО-ОФЗ



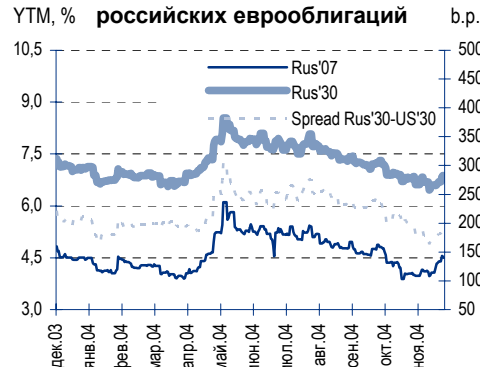
Остатки на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.



Курсы валют

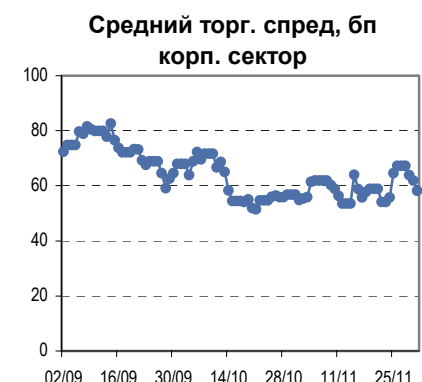
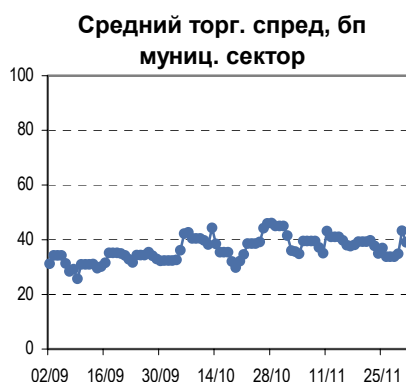
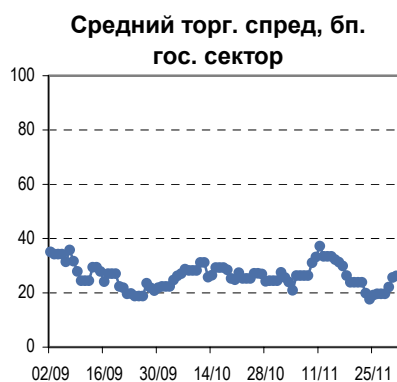


Доходность суверенных российских еврооблигаций

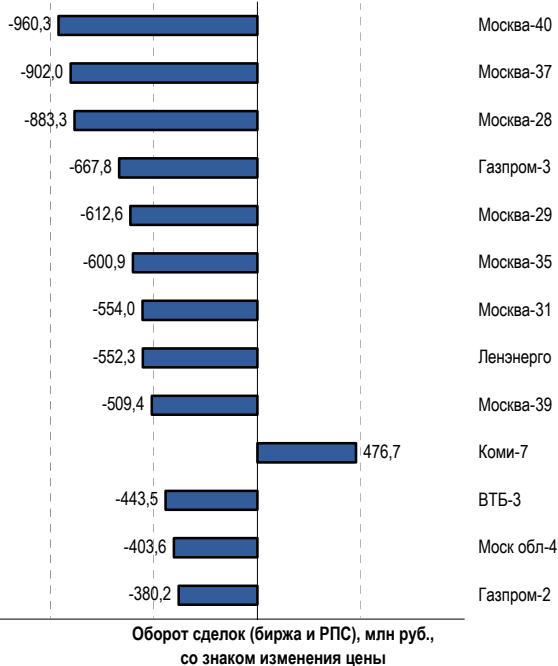




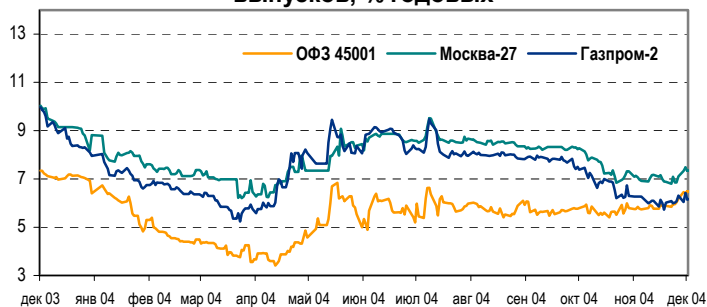
Индикаторы текущего состояния рынка



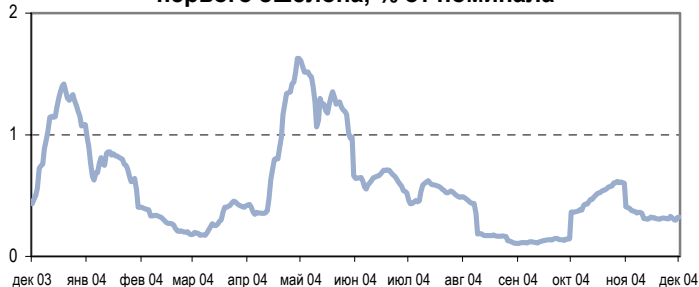
Лидеры торговых оборотов за неделю



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 30.05.05		Фиксированная доходность		Рейтинг		
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОЙЛ	
СУ-155	93.36				34.19	30.03.05		C+
Коми-7	95.12	21.58	99.35				-/Ba3	
ИжАвто	95.51	19.59	98.83					C-
Москва-39	105.4	18.92	110.64				BB+/Baa3	
РВС Текстиль	103.14	17.94	103.35					C-
Мави	98.19				17.57	05.04.05		
Центртел-4	108.51	17.52	109.25				CCC+/ruBB+	B
Коми-6	110.43	17.5	112.97				-/Ba3	
Аижк-2	105.8	17.05	109.58					
Волга	97	16.74	99.3					B
Москва-38	110.05	16.43	114.39				BB+/Baa3	
Гравмаш	100	16.31	101.14					
Брянск	100.65	16.19	101.93					
РВСАвтоФин	100.55	16.1	101.2					C
Якутия-3	102.15	16.08	104.52				ruA-	
Евросеть	99.85	15.87	99.74					
Уктусэнерго	101.75	15.82	102.11		8.57	03.03.05		C+
ИлимГалл	101.22	15.62	101.74		10.8	23.03.05		B
Волг обл	102.85	15.46	104.36					
ЦентТелеграф	104.7	15.43	104.81					C
Томск	100.15	15.3	101.32					
ЛПТ-1	100.48	7.72	96.85		15.05	31.03.05		C
Томск обл-2	99.86	15.04	101.47				ruA	
ГлМосСтрой	99.59				15.02	27.05.05		
ГВЗ	102.57	14.95	103.08					B-
ЛЮМО-2	100	14.9	100.22					D+
Полиметалл	104.75	14.76	103.85		2.2	22.03.05		C-
Якутия-5	95.07	14.69	98.18				ruA	
Моск обл-4	108.02	14.61	108.71				BB-/ruAA-/Ba3	
СМАРТС-3	100.95	14.57	100.93					B-
Алтайэнерго	102.46	14.51	101.01					C+
ДжЭФСи	100.2	14.5	100.61					C+
Нижегор обл-1	100.65	14.32	102				BB-/ruAA-/B2	
Квадрат кадр	100.12	14.3	101.81					
Яросл обл-2	105.31	14.24	106.06					
ХМАО-2	110.04	14.13	111.8				BB-/ruAA	
Дальсвязь	105.03	14.11	104.98					B-
Норгаз	102.26	14.1	101.54					C+
Новосиб обл	102.06	14.06	102.54					
Коми-5	111.3	14.03	111.74				-/Ba3	
СЭПК	99.9	13.9	100.21					C
Балтика	99.9	13.73	102.36				BB/Ba2	A-
Хаб край-5	99.82	13.7	100.81					
Влад Обл-2	110.55	13.68	109.69					
Балтмор	102.3	13.5	101.22					C+
ЮТК-3	100.65	13.5	101.41				ruBBB/B3	
Сибирьтел-4	105.2	13.47	106.36					B
Акрон	101.2	13.13	101.19					B
Амтел	100.47	13.13	100.84					B+
БШ-1	96.3	13.07	98.26				B+/ruA+/B1	
Башкортостан-4	97.3	13.06	99.72				BB-/Ba1	
Мегафон-2	100	13.06	101.94					B+
УВЗ	100.9	13.01	100.92					B-
Тавонс	99.89				12.8	16.03.05		C+
Мечел-ГД	100.65	12.76	101.52					B
Центртел-3	103.52	12.71	104.09				CCC+/ruBB+	
Моск обл-3	104.45	12.66	105.74				BB-/ruAA-/Ba3	
Иркут обл	99.73	12.59	100.69					B
Тинькофф	103				12.53	29.04.05		C-
Амтелшиппром	107	12.32	104.64					B-
Москва-40	106.35	12.21	107.88				BB+/Baa3	
Уфа-3	99.7	11.84	100.79				B	
Сибирьтел-3	107.18	11.57	106.45					B
Чувашия-1	100.75	11.53	100.59					
ОМЗ-4	102.25	11.5	101.22				CCC+/ruBB	B-
Таттелеком	100.45				11.39	15.05.05		
ИРКУТ-2	104.95	11.35	103					B
Якутия-4	104.9	11.33	103.99				ruA-	
Белгор обл-3	108.65	11.21	105.5					
Москва-31	105.96	11.21	106.91				BB+/Baa3	
Петроком	106.5	11.2	105.14				B/ruA/A1	
ФЭКО	103.3	11.17	101.54					C-
АвтоВАЗ-2	100.06	11.15	100.32					B
УрСИ-6	107.29	11.12	106.43				B/-	B+
Ахбас	99.25				11.1	06.04.05		
ХКФ	101.02	11.05	101.05					
Татнефть-3	104.32	11.02	104.35				B/B2	A-
РВСАнД-2	106.3	11	105.49		2.04	15.06.05	B/ruBBB+	
Самар обл-1	104.3	10.99	104.13				BB-/Ba2	
Газпром-3	101.35	10.68	102.83				BB-/-	A
ОСТ	100.96	10.68	99.64					C+
ГНП	100.7	10.67	101.64					B+
ЛПТС-4	101.6	10.61	102.04				B-/ruBBB+	B+
Куйбышевгазот	100.34				10.53	17.03.05		B-
Волга Гел	106.34	10.44	104.44				B/ruA-	B+
Интербюро	106.77	10.26	105.95					A-
ТМК	101.32				10.25	20.04.05		B-
ТНК-5	114.76	10.15	113.13				BB-/-	A
Москва-27	114.85	10.1	113.32				BB+/Baa3	
Зенит	99.62				9.77	24.03.05		
НКНХ-2	102.88				9.65	24.05.05		B
Центртел-2	102.3				9.65	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
РВСАФин	100.82	9.64	100.79					NR
Москва-37	105.06	9.6	105.2				BB+/Baa3	
Вымпелком	102.85	9.57	102.84				BB-/Ba3	A-
С-3Тел-2	103.76	9.41	102.16				B-/ruBBB	B
Микоян	101.4				9.36	19.03.05		C+
ИРКУТ-1	99.62				9.08	27.03.05		NR
РВСАФин-2	100.3	4.81	98		8.9	20.05.05		NR
Москва-32	104.65	8.77	104.25				BB+/Baa3	
Москва-35	104.82	8.76	104.5				BB+/Baa3	
Хаб край-4	102.05				8.67	27.05.05		
ВМЗ-1	105.1	8.42	102.22				C+	
УралЭл-2	106.25	8.38	102.05				B+	B+
ВТБ-3	109	7.78	105.19					
Москва-28	109	7.36	105.66				BB+/Baa3	
Газпром-2	108.08	7.32	104.51				BB-/-	A
РАО ЕЭС-2	107.57	7.01	103.95				B/ruA+	A-
АЛРССА-19	108.49	7	104.4				B/B1	A-
Северсталь	101.5	6.95	100.31				B+/B1	A-
Ковосток	99.68	6.15	97.12					B
Москва-33	101.9				5.96	27.05.05	BB+/Baa3	
Москва-26	102.42				5.82	11.03.05	BB+/Baa3	
ГТ-ТЭЦ-2	99.88	5.81	96.71					B-
ВТБ-4	100.32				4.34	24.03.05	BB+	
ИПТЕКО	100.4	2.53	96.29					B-
НИКОСХИМ	99.28	-10.28	86.35				CCC+/ruBB+	C



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

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 30.05.05		Фиксированная доходность		Рейтинг		
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОЙЛ	
СУ-155	93.36				34.19	30.03.05		C+
УжАсто	98.51							C-
Маир	98.19				17.57	05.04.05		
РвсТекстиль	103.14	15.93	102.29					C-
Евросеть	99.85	15.61	99.61					
ПИТ-1	100.48	5.64	95.79		15.05	31.03.05		C
ЛДЛСтрой	99.59				15.02	27.05.05		
ДОМО-2	100	14.69	100.11					D+
Трансмах	100	14.56	100.28					
РвсАвтофин	100.55	14.41	100.36					
ИлимПалл	101.22	14.25	101.03	10.8		23.03.05		C
Алтайэнерго	102.46	14.19	100.85					B
СМАРТС-3	100.95	13.44	100.81					C+
Брянск	100.65	13.9	100.77					B-
ДжЭфСи	100.2	13.88	100.3					C+
Волга	97	13.79	97.85					B
Якутскэнерго	101.75	13.77	101.03	8.57		03.03.05		C+
СЭЭК	99.9	13.68	100.09					C
Полиметалл	104.75	13.4	103.12	2.2		22.03.05		C-
ЦентТелеграф	104.7	13.39	103.75					C
Нортгаз	102.26	13.3	101.14					C+
Балтимор	102.3	13.04	100.99					C+
Томск	101.15	12.96	100.16					
Павлас	99.89			12.8		16.03.05		C+
ГВЗ	102.57	12.68	101.91					B-
Тинькофф	103			12.53		29.04.05		C-
Ахрон	101.2	12.37	100.81					B
УВЗ	100.9	12.37	100.59					B-
Алтел	100.47	12.25	100.4					B-
Новосиб обл	102.06	12.09	101.55					
ЮТК-3	100.65	11.96	100.63				ruBBB/B3	B-
Нижегор обл-1	100.65	11.89	100.79				BB-/ruAA-/B2	
Дальсвязь	105.03	11.63	103.69					B-
Центртел-4	106.59	11.54	105.99				CCC+/ruBB+	B
БВБ-1	98.3	11.49	97.51				B+/ruA+/B1	B+
Якутия-5	96.07	11.48	96.64				ruA-	
Хаб край-5	99.82	11.41	99.67					
Амтелшинпром	107	11.39	104.11					B-
Таттелеком	100.45			11.39		15.05.05		
Якутия-3	102.15	11.37	102.09				ruA-	
Коми-7	95.12	11.34	94.54				-/Ba3	
Твер Обл-2	110.55	11.25	108.36					
Чувашия-1	100.75	11.15	100.41					
Томск обл-2	99.86	11.14	99.52				ruA	
Альрос	99.25			11.1		06.04.05		
ОМЗ-4	102.25	11.03	100.98				CCC+/ruBB	B-
Мечел-ГД	100.65	10.99	100.6					B-
Волг обл	102.85	10.97	101.92					
Краснод край	100.12	10.92	100.14					
Яросл обл-2	105.31	10.89	104.29					
АвстДЗ-2	100.06	10.75	100.14					B
ЭФКО	103.3	10.64	101.27					C-
Иркут обл	99.73	10.61	99.67				B	
ИРКУТ-2	104.95	10.57	102.6					B
Курьшевезаот	100.34			10.53		17.03.05		B
Центртел-3	100.62	10.47	102.91				CCC+/ruBB+	B-
ОСГ	100.96	10.44	99.51					C+
ХКФ	101.02	10.34	100.69					
Белгор обл-3	108.65	10.27	104.97					
ТМК	101.32			10.25		20.04.05		B-
Коми-6	110.43	10.14	108.89				-/Ba3	
Сибирьтел-4	105.2	10.08	104.51					B
Аижк-2	105.8	10.06	105.81					
Коми-5	111.3	10.05	109.51				-/Ba3	
Якутия-4	104.9	9.96	103.26				ruA-	
Уфа-3	99.7	9.87	99.79				B	
Петроком	106.5	9.81	104.38				B/ruA/A1	
Мегафон-2	100	9.78	100.31					B+
Зенит	99.62			9.77		24.03.05		
Сибирьтел-3	107.18	9.68	105.4					B
НКНХ-2	102.88			9.65		24.05.05		B
Центртел-2	100.3			9.65		21.04.05	CCC+/ruBB+	B
Балтика	99.9	9.41	100.23				BB/Ba2	A-
Микоян	101.4			9.36		19.03.05		C+
РвсСтанд-2	106.3	9.25	104.52	2.04		15.06.05	B/ruBBB+	
ХМАО-2	110.04	9.2	109.12				BB-/ruAA	
УрСИБ	107.29	9.2	105.37				B-	B+
Волга обл	106.34	9.15	103.76				B/ruA-	B+
Таттэл-3	104.32	9.15	103.34				B/B2	A-
РвсАлФин	100.82	9.1	100.52					NR
Башкортостан-4	97.3	9.09	97.78				BB-/Ba1	
Самар обл-1	104.3	9.08	103.13				BB-/Ba2	
ИРКУТ-1	99.62			9.08		27.03.05		B
МПС-4	101.6	8.96	101.2				B-/ruBBB+	B+
Моск обл-3	104.45	8.95	103.78				BB-/ruAA-/Ba3	
ТНП	100.7	8.92	100.77					B+
РвсАлФин-2	100.3	1.49	96.35	8.9		20.05.05		NR
Моск обл-4	106.02	8.87	105.52				BB-/ruAA-/Ba3	
С-3 Тел-2	103.76	8.76	101.83				B-/ruBBB	B
Хаб край-4	102.05			8.67		27.05.05		
Интербрю	106.77	8.18	104.82					A-
Москва-38	110.05	8.15	109.71				BB+/Baa3	
Москва-40	106.35	8.11	105.71				BB+/Baa3	
УрСИБ-2	106.25	8.04	101.87				B-	B+
БМЗ-1	105.11	7.95	101.97				C+	
Вымпелком	102.85	7.81	101.94				BB-/Ba3	A-
Москва-31	105.96	7.77	105.1				BB+/Baa3	
Газпром-3	101.35	7.75	101.33				BB-/	A
ТНК-5	114.78	7.63	111.64				BB-/	A
Москва-27	114.85	7.5	111.81				BB+/Baa3	
Москва-37	105.06	7.27	103.97				BB+/Baa3	
Москва-39	105.4	6.99	104.22				BB+/Baa3	
Москва-32	104.65	6.97	103.32				BB+/Baa3	
Москва-35	104.82	6.88	103.51				BB+/Baa3	
Северсталь	101.5	6.74	100.2				B+/B1	A-
Газпром-2	108.08	6.52	104.08				B+/B1	A
ВТБ-3	109	6.45	105.45				BB+	
Москва-28	109	6.35	105.1				BB+/Baa3	
РАО ЕЭС-2	107.57	6.28	103.56				B/ruA+	A-
АЛРОСА-19	108.49	6.26	104				B/B1	A-
Москва-33	101.9			5.96		27.05.05	BB+/Baa3	
Москва-26	102.42			5.82		11.03.05	BB+/Baa3	
ВТБ-4	100.32			4.34		24.03.05	BB+	
ГТ-ТЭЦ-2	99.88	4.18	95.86					B-
Ковосток	99.68	3.43	95.74					B
ИНТЕКО	100.4	1.41	95.72					B-
НИКОСХИМ	99.28	-11.48	85.72				CCC+/ruBB+	C



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

Выпуск	Текущая цена	Ожидается к 30.05.05		Фиксированная доходность		Рейтинг	
		Доходность HPR	Цена	Доходность к оферте/погашению	Дата оферты/погашения	S&P/M	НИКОЙЛ
СУ-155	93.36				34.19	30.03.05	C+
ИжАвто	95.51	18.55	98.32				C-
Маир	98.19			17.57	05.04.05		
Евросеть	99.85	15.34	99.47				
ПИТ-1	100.48	3.6	94.75	15.05	31.03.05		C
ГЛМосстрой	99.69			15.02	27.05.05		
ПЛОМО-2	100	14.49	100				D+
РвсТекстиль	103.14	13.95	101.24				C-
Алтаэнерго	102.46	13.87	100.68				C+
СЭЛК	99.9	13.46	99.98				C
СМАРТ-С-3	100.95	13.32	100.29				C+
ДжЭСи	100.2	13.27	99.98				B+
ИлимДалп	101.22	12.91	100.34	10.8	23.03.05		B
Трансмаш	100	12.85	99.43				
Парнас	99.89			12.8	16.03.05		C+
РвсАвтофин	100.55	12.75	99.53				C
Балтмор	102.3	12.58	100.76				C+
Тинькофф	103			12.53	29.04.05		C-
Нортгаз	102.26	12.52	100.74				C+
Полиметалл	104.75	12.06	102.41	2.2	22.03.05		C-
Якутскэнерго	101.75	11.75	99.98	8.57	03.03.05		C+
УВЗ	100.9	11.74	100.27				B-
Горьк	100.65	11.65	99.84				
Акрон	101.2	11.62	100.43				B
Амтел	100.47	11.39	99.97				B-
Таттелеком	100.45			11.39	15.05.05		
Центелеграф	104.7	11.39	102.71				C
Авиаос	99.25			11.1	06.04.05		
Волга	97	10.91	96.44				B
Чувашия-1	100.75	10.78	100.22				
Томск	100.15	10.69	99.03				
ОМЗ-4	102.25	10.56	100.73			CCC+/ruBB	B-
Хибишевазот	100.34			10.53	17.03.05		B-
Амтелшинпром	100.7	10.46	103.58				B-
ИВЗ	102.57	10.45	100.76				B-
ЮТК-3	100.65	10.44	99.86			ruBBB/B3	B-
АвтоВАЗ-2	100.06	10.36	99.92				B
ТМК	101.32			10.25	20.04.05		B-
ОС-1	100.95	10.21	99.39				C+
Новосиб обл	102.06	10.17	100.57				
ЭФКО	103.3	10.13	100.99				C-
ВБД-1	96.3	9.95	96.76			B+/ruA+/B1	B+
ИРКУТ-2	104.95	9.81	102.2				B
Зенит	99.68			9.77	24.03.05		
ПНКХ-2	102.88			9.65	24.05.05		B
Центтел-2	102.3			9.65	21.04.05	CCC+/ruBB+	B
ХКФ	101.02	9.63	100.33				
Нижегор обл-1	100.65	9.52	99.6			BB-/ruAA-/B2	
Микоян	101.4			9.36	19.03.05		C+
Белов обл-3	108.61	9.34	104.46				
Менел-1Д	100.65	9.25	99.69				B-
Дальсвязь	105.03	9.19	102.42				B-
Хаб край-5	99.82	9.17	98.54				
Центтел-3	103.52	9.13	102.21			CCC+/ruBB+	B
ИРКУТ-1	99.62			9.08	27.03.05		B
РвсАФин-2	100.3	-1.74	94.74	8.9	20.05.05		NR
Твер Обл-2	110.55	8.85	107.06				
Иркут обл	99.73	8.67	98.68				B
Хаб край-4	102.05			8.67	27.05.05		
Якутия-4	104.9	8.62	102.55			ru-A	
РвсАФин	100.82	8.57	100.25				NR
Петрокам	106.5	8.43	103.64			B/ruA/A1	
Якутия-5	96.07	8.34	95.14			ru-A	
С-3Тел-2	103.76	8.15	101.5			B-/ruBBB	B
Уфа-3	99.7	7.94	98.8			B	
ВолгаТел	106.34	7.87	103.09			B/ru-A	B+
СибирьТел-3	107.18	7.82	104.97				B
УрСИ-2	106.25	7.7	101.7			B/-	B+
Краснод край	100.12	7.63	98.5				
Яросл обл-2	105.31	7.63	102.56				
РвсСтанд-2	106.3	7.54	103.57			B/ruBBB+	
ВМЗ-1	105.1	7.48	101.72	2.04	15.06.05		
Томск обл-2	99.86	7.36	97.62			ruA	
МГ-С-4	101.6	7.33	100.38			B-/ruBBB+	B+
УрСИ-6	107.29	7.32	104.33			B/-	B+
Татнефть-3	104.32	7.31	102.35			B/B2	A-
Самар обл-1	104.3	7.22	102.16			BB-/Ba2	
ТНП	100.7	7.21	99.91				B+
Якутия-3	102.15	6.82	99.75			ru-A	
СибирьТел-4	105.2	6.78	102.72				B
Волг обл	102.85	6.64	99.56				B+
Мегафон-2	100	6.59	98.71				A-
Северсталь	101.5	6.53	100.09			B+/B1	
Коми-5	111.3	6.2	107.34			-/Ba3	
Интербрю	106.77	6.14	103.71				A-
Вымпелком	102.85	6.08	101.06			BB-/Ba3	A-
Москва-33	101.9			5.96	27.05.05		
Москва-26	102.42			5.82	11.03.05		
Центтел-4	106.51	5.82	102.88			BB+/Baa3	
Газпром-2	108.08	5.73	103.65			CCC+/ruBB+	B
РАО ЕЭС-2	107.57	5.56	103.17			BB-/	A
АЛРОСА-19	108.49	5.53	103.6			B/ruA+	A-
Моск обл-3	104.45	5.36	101.87			B/B1	
Москва-28	109	5.35	104.55			BB-/Baa3	
Башкортостан-4	97.3	5.23	95.89			BB-/Ba1	
Балтика	99.9	5.22	98.16			BB-/Ba2	A-
Москва-32	104.65	5.2	102.41			BB+/Baa3	
ВТБ-3	109	5.15	104.73				B+
Москва-35	104.82	5.03	102.54			BB+/Baa3	
Москва-37	105.06	4.98	102.76			BB+/Baa3	
Москва-27	114.85	4.97	110.34			BB+/Baa3	
ТНК-5	114.78	4.97	110.2			BB-/	A
Газпром-3	101.35	4.9	99.87			BB-/	A
ХМАО-2	110.04	4.44	106.54			BB-/ruAA	
Москва-31	105.95	4.42	103.34			BB+/Baa3	
ВТБ-4	100.32			4.34	24.03.05		B+
Москва-40	106.35	4.12	103.6			BB+/Baa3	
Диж-2	105.8	3.41	102.22				
Моск обл-4	106.02	3.37	102.47			BB-/ruAA-/Ba3	
Коми-6	110.43	3.15	105.02			-/Ba3	
Г-1-ЭЦЛ-2	99.88	2.58	95.03				B-
Коми-7	95.12	1.8	90.05			-/Ba3	
КрВосток	99.68	0.78	94.4				B
Москва-38	110.05	0.32	105.3			BB+/Baa3	
ИНТЕКО	100.4	0.3	95.15				B-
Москва-39	105.4	-3.95	98.32			BB+/Baa3	
НИКОСХИМ	99.28	-12.65	85.1			CCC+/ruBB+	C



Сводная таблица по трем сценариям

Выпуск	Текущая цена	Рейтинг		Фиксированная доходность		Доходность владения HPR, ожидаемая к 30.05.05		
		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	97.3		BB-/Ba1			13.06	9.09	5.23
Белгоо обл-3	108.65					11.21	10.27	9.34
Брянск	100.65					16.19	13.9	11.65
Болг обл	102.95					15.48	10.97	6.64
Иркут обл	99.73		B			12.59	10.61	8.57
Коми-5	111.3		-/Ba3			14.03	10.05	6.2
Коми-6	110.43		-/Ba3			17.5	10.14	3.15
Коми-7	95.12		-/Ba3			21.58	11.34	1.8
Краснояр край	100.12					14.3	10.92	7.63
Москва-26	102.42		BB+/Baa3	5.82	11.03.05			
Москва-33	101.9		BB+/Baa3	5.96	27.05.05			
Москва-28	109		BB+/Baa3					
Москва-32	104.65		BB+/Baa3			7.36	6.35	5.35
Москва-35	104.82		BB+/Baa3			8.77	6.97	5.2
Москва-37	105.06		BB+/Baa3			8.76	6.88	5.03
Москва-27	114.85		BB+/Baa3			9.6	7.27	4.98
Москва-31	105.96		BB+/Baa3			10.1	7.5	4.97
Москва-40	106.35		BB+/Baa3			11.21	7.77	4.42
Москва-38	110.05		BB+/Baa3			12.21	8.11	4.12
Москва-39	105.4		BB+/Baa3			16.43	8.15	0.32
Моск обл-3	104.45		BB-/ruAA-/Ba3			18.92	6.99	-3.98
Моск обл-4	106.02		BB-/ruAA-/Ba3			8.95	8.95	5.36
Нижегор обл-1	100.65		BB-/ruAA-/B2			14.61	8.87	3.37
Новосиб обл	102.06					14.32	11.89	9.52
Самар обл-1	104.3		BB-/Ba2			14.05	12.09	10.17
Твер Обл-2	110.95					10.99	9.08	7.22
Томск	100.15					13.68	11.25	8.86
Томск обл-2	99.86		ruA			15.3	12.96	10.69
Уфа-3	99.7		B			15.04	11.14	7.36
Хаб край-4	102.05			8.67	27.05.05	11.84	9.87	7.94
Хаб край-5	99.82					13.7	11.41	9.17
ХМАО-2	110.04		BB-/ruAA			14.13	9.2	4.44
Чувашия-1	100.75					11.53	11.15	10.78
Якутия-3	102.15		ruA-			16.08	11.37	6.82
Якутия-4	104.9		ruA-			11.33	9.96	8.62
Якутия-5	96.07		ruA-			14.69	11.48	8.34
Яросл обл-2	105.31					14.24	10.39	7.63
АвтоАЗ-2	100.06		B			11.15	10.75	10.36
Аирик-2	105.8					17.05	10.06	3.41
АкБарс	99.25			11.1	06.04.05			
Акрон	101.2		B			13.13	12.37	11.62
АЛРОСА-19	108.49		B/B1			A-	6.26	5.53
Алтайэнерго	102.46		C+			14.19	13.87	13.87
Амтел	100.47		B-			13.13	12.25	11.39
Амтелшиппром	107		B-			12.32	11.39	10.46
Балтика	99.9		BB-/Ba2			A-	9.41	5.22
Балтимор	102.3		C+			13.5	13.04	12.58
БВЛ-1	96.3		B+/ruA+/B1			13.07	11.49	9.95
ВМЗ-1	109.1		C+			8.42	7.95	7.48
Волга	97		B			16.74	13.79	10.91
Волга Гел	106.34		B-/ruA-			10.44	9.15	7.87
ВТБ-3	109		BB+			7.78	6.45	5.15
ВТБ-4	100.39		BB+	4.34	24.03.05			
Вымпелком	102.95		BB-/Baa3			9.57	7.81	6.08
Газпром-2	108.08		BB-/Baa3			7.32	6.52	5.73
Газпром-3	101.35		BB-/Baa3			10.68	7.75	4.9
ГТ-ТЭЦ-2	99.88		B-			A	4.18	2.58
ГЛМосСтрой	99.59			15.02	27.05.05			
Дальсвязь	103.03		B-			14.11	11.63	9.19
ДжэоФин	100.2		C+			14.5	13.88	13.27
Евросеть	99.85					15.87	15.61	15.34
Зенит	99.62			9.77	24.03.05			
ИжАвто	95.51		C-			19.59	19.07	18.55
Илим Галл	101.22		B	10.8	23.03.05	15.62	14.25	12.91
ИЛГЕО	100.4		B-			2.53	1.41	0.3
Интеробю	106.77		A-			10.26	8.18	6.14
ИРКУТ-1	99.62		B	9.08	27.03.05			
ИРКУТ-2	104.95		B			11.35	10.57	9.81
Ковосток	99.68		B			6.15	3.43	0.78
Кумбашевазот	100.34		D+	10.53	17.03.05			
ЛОМО-2	100					14.9	14.69	14.49
Маир	98.19			17.57	05.04.05			
МГТС-4	101.6		B-/ruBBB+			10.61	8.96	7.33
Мегафон-2	100		B+			13.06	9.78	6.59
Менел-1Д	100.65		B+			12.76	10.99	9.25
Микоян	101.4		C+	9.36	19.03.05			
НИКОСХИМ	99.28		CCC+/ruBB+			-10.28	-11.48	-12.65
НКНХ-2	102.88		B	9.65	24.05.05			
Нортгаз	102.26		C+			14.1	13.3	12.52
ОМЗ-4	102.25		CCC+/ruBB			11.5	11.03	10.56
ОСГ	100.96		C+			10.68	10.44	10.21
Парнас	99.89		C+	12.8	16.03.05			
Петроком	106.5		B-/ruA/A1			11.2	9.81	8.43
ПИТ-1	100.48		C	15.05	31.03.05			
Полиметалл	104.75		C-	2.2	22.03.05	14.76	5.64	3.6
РАО ЕЭС-2	107.57		A-			7.01	13.4	12.06
RvcАвтоФин	100.55		B-/ruA+			16.1	6.28	5.96
RvcАлФин	100.82		C			18.1	14.41	12.75
RvcАлФин-2	100.3		NR	8.9	20.05.05	9.64	9.1	8.57
RvcСтанд-2	106.3		B-/ruBBB+	2.04	15.06.05	4.81	1.49	-1.74
RvcТекстиль	103.14		C			11	9.25	7.54
Северсталь	101.5		B+/B1			17.94	15.93	13.95
СЗПК	99.9		A-			6.95	6.74	6.53
С-3Тел-2	103.76		B-/ruBBB			13.9	13.68	13.46
Сибирьтел-3	107.18		B			9.41	8.78	8.15
Сибирьтел-4	105.2		B			11.57	9.68	7.82
СМАРТС-3	100.95		B-			13.47	10.08	6.78
СУ-185	93.36		C+	34.19	30.03.05	14.57	13.94	13.32
Татнефть-3	104.32		B/B2			11.02	9.15	7.31
Таттелеком	100.45			11.39	15.05.05			
ТВЗ	102.57		B-			14.95	12.68	10.45
Тинькофф	103		C-	12.53	29.04.05			
ТМК	101.32		B-	10.25	20.04.05			
ТНК-5	114.78		BB-/Baa3			10.15	7.53	4.97
ТНП	100.7		B+			10.67	8.92	7.21
Трансмаш	100					16.31	14.56	12.85
УВЗ	100.9		B-			13.01	12.37	11.74
Урал-2	106.26		B-/Baa3			8.38	6.04	7.7
Урал-5	107.29		B-/Baa3			11.12	9.2	7.32
ХКФ	101.02					11.05	10.34	9.63
Центротел-2	102.3		CCC+/ruBB+	9.65	21.04.05			
Центротел-3	103.52		CCC+/ruBB+			12.71	10.47	9.13
Центротел-4	106.51		CCC+/ruBB+			17.52	11.54	5.82
Центвлеград	104.7		C			15.43	13.39	11.39
ЭФКО	103.3					11.17	10.64	10.13
ЮТК-3	100.65		ruBBB/B3			13.5	11.96	10.44
Якутскэнерго	101.75		C+	8.57	03.03.05	15.82	13.77	11.75



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 Кормицков, 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