



Углубляющаяся коррекция

Коррекция извне. Вследствие ухудшающихся внешних условий для развивающихся рынков, российские еврооблигации вступили в полосу коррекции. Индикатор рынка – Россия'30 упала с уровня 115 до 110,4, а спред выпуска к UST10 расширился на 20 бп до 130 бп.

Возрастающие опасения инфляции на развитых рынках, подчеркиваемые последними данными по потребительской инфляции в США, и рост заработной платы в Европе оказали давление на кривую US Treasuries и сделали инвесторов менее расположенными к инвестированию в развивающиеся рынки. В результате, российские евробонды не только торговались ниже вместе с UST, но и расширили спред. Инвесторы на внутреннем рынке имеют тенденцию обращать внимание больше на внутренние факторы, такие как ожидаемое повышение рейтинга или дополнительные выплаты долга Парижскому Клубу, и потому поддержали рынок даже на фоне возрастающего давления извне.

Критическим фактором для рынка будет дальнейшее движение UST. Консолидация даже на текущих уровнях поддержит внутренних инвесторов и позволит российским евробондам прекратить падение и сократить спред к UST. Однако дальнейшее падение Treasuries заставит еще больше инвесторов пересмотреть свои взгляды, что приведет к дальнейшему расширению спреда.

Рынок рублевых обязательств, где внутренние инвесторы составляют большую долю, и который является более защищенным от внешних воздействий, держался на прежних уровнях, хотя и с более низким уровнем ликвидности. Спред между индикативной ОФЗ 46018 '21 и Россия'30 сократился до рекордных 103 бп. Пока рынок поддерживается высокой ликвидностью, стабильным курсом рубля и, самое главное, тем, что внешним факторам не придается достаточно значения. Российские инвесторы, хотя и обеспокоены падением евробондов, пока, по большому счету, отказываются считать его долгосрочным изменением тренда и остаются в прежних позициях.

Исходя из того, что коррекция на внутренний рынок принесена извне, ключом к ее развитию, в первый раз для внутреннего рынка, является поведение кривой UST. Внутренние факторы такие как укрепление рубля и потенциальное повышение рейтинга, хотя несомненно важны, не могут сравниться с потенциальным давлением внешних факторов.

Занимать защитные позиции в корпоративном секторе. Текущая коррекция рынка связана с изменяющимся восприятием риска процентных ставок и спредов между рынками. Мы не ожидаем, что коррекция окажет сколь-нибудь существенное влияние на кредитное качество большинства корпоративных эмитентов. Поэтому, исключая тех, у кого есть четкий взгляд на дальнейшее развитие ситуации на рынке в долгосрочной перспективе, мы рекомендуем занимать защитные позиции в высокодоходных корпоративных выпусках с приемлемым кредитным качеством и дюрацией до 2-х лет.

Неделя в ретроспективе

Евробонды под давлением. Следуя за падающими US Treasuries и снижающимся аппетитом глобальных инвесторов к развивающимся рынкам, Россия'30 расширила спред к UST10 и, добавив к концу недели 20 бп. и закрывшись на 130 бп

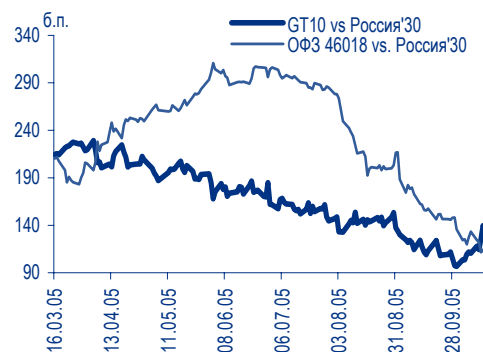
Внутренний рынок держит удар. Рынок рублевых обязательств находится под давлением, но пока, по большому счету, держится на прежних уровнях. Благодаря падению евробондов, спред между ОФЗ 46018 '21 и Россия'30 сократился еще на 23 бп до рекордного уровня 103 бп.

Инфляционное давление в США. Опубликованные в пятницу данные по потребительской инфляции в США зарегистрировали самый резкий скачок цен за последние 15 лет. В сентябре CPI (индекс потребительских цен) вырос в годовом исчислении на 4,7%, что также является самым высоким значением с 1991г. Хотя индекс цен за исключением энергии и продуктов питания (CPI excluding Food and Energy) вышел на приемлемом уровне – 2,0%, рынок теперь пытается определить как инфляционное давление от растущих цен на энергоносители будет влиять на экономику в целом и какой будет реакция Федеральной Резервной Системы.

Взгляд на рынок

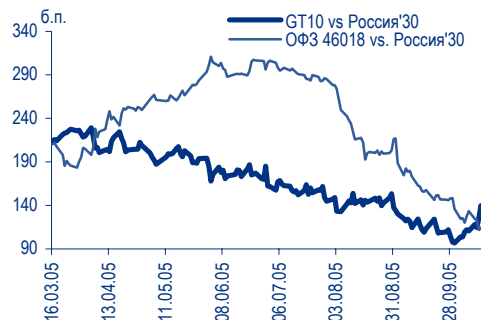
Краткосрочный прогноз	Нейтральный
Занимать защитные позиции в корпоративном секторе	
Долгосрочный прогноз	Нейтральный
Фундаментальные факторы пока отстают от рынка	

Рыночные спреды



Источник: Bloomberg, ФК УРАЛСИБ

Рыночные спреды



Источник: Bloomberg, ФК УРАЛСИБ

Наши рекомендации

Выпуск	УТР / УТМ	Цель
ПИТ-2	8,26%	7,00%
Красный Восток	8,70%	7,25%
Трансмашхолдинг	8,75%	8,00%
Нутритек	10,24%	9,00%
ОСТ-2	12,50%	10,75%



Объявления новых выпусков

ВТБ планирует 27 октября 2005г. начать размещение 8-летних облигаций объемом 15 млрд руб.

Альянс Русский Текстиль планирует 25 октября 2005г. разместить 4-хлетний выпуск 3 серии объемом 1,2 млрд руб.

ФСК ЕЭС планирует размещение 3-го выпуска объемом 7 млрд руб.

МДМ-Банк объявил о подготовке 3-летнего выпуска объемом 6 млрд руб.

Совет директоров компании **ЭФКО** подтвердил намерение выпустить второй заем объемом 1,2 млрд руб.

Севкабель объявил о подготовке 8-летнего амортизационного выпуска объемом 1 млрд руб.

Виктория планирует размещение 3-летнего выпуска объемом 1,5 млрд руб.

Уральская Химическая Компания объявила о планах разместить дебютный выпуск облигаций объемом 500 млн руб.

Департамент финансов **Кировской области** планирует разместить 3-летний выпуск облигаций объемом 400 млн руб.

Терна начнет размещение первого выпуска облигаций сроком обращения 3 года и объемом эмиссии в 500 млн руб. в декабря.

Выпуски, прошедшие регистрацию

Камская Долина Финанс зарегистрировала 3-летний выпуск объемом 200 млн руб.

ЦБ РФ зарегистрировал условия эмиссии второго выпуска облигаций **Славинвестбанка**. Объем выпуска – 900 млн руб., срок обращения – 3 года.

Первичное предложение

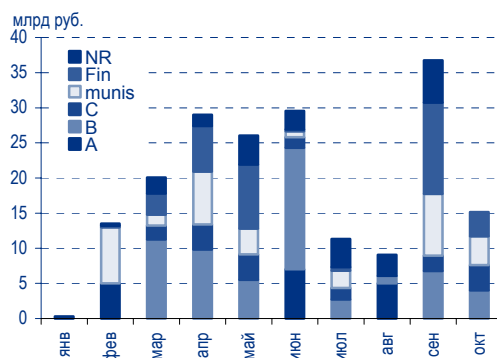
Календарь первичных размещений

Дата	Выпуск	Объем выпуска, млрд руб.	Погашение / Оферта	Организаторы
18.10.05	Красноярск	1 000	3	Росбанк
18.10.05	Инвестторгбанк	350	2 / 1,5	Инвестторгбанк
18.10.05	Югтранзитсервис	1 200	3	НОМОС-Банк
19.10.05	ОФЗ 25057	8 000	9	Минфин
20.10.05	Кабардино-Балкария	500	2	Росбанк
20.10.05	Глобус-Лизинг	500	3	Сбербанк России
25.10.05	Русский Текстиль	1 200	2 / 4	ТрансКредитБанк
27.10.05	Внешторгбанк	15 000	1,5 / 8	Внешторгбанк
27.10.05	Камская Долина-2	200	2	ИФК Алемар
Итого		27 950		

Источник: Cbonds, ФК УРАЛСИБ

Объем первичного предложения - 229 млрд руб.

Первичные размещения в 2005г.



Источник: ФК УРАЛСИБ



Предстоящие размещения

18 октября **Красноярск** выходит на рынок с третьим облигационным выпуском объемом 1 млрд руб. с погашением в 2008 году.

Красноярск – административный и промышленный центр Красноярского края с населением 918 тыс. человек, что составляет 30% от общей численности населения края. Компании, базирующиеся в городе, ведут деятельность в следующих отраслях: металлургия, машиностроение, химия, деревообработка, строительство и энергетика.

Уже не первый год экономика города показывает стабильный рост: в 2004 году объем промышленного производства вырос на 109,2%. Доходы и расходы городского бюджета в прошлом году составили 10,5 и 10,7 млрд руб. соответственно. Расходы продолжают расти более быстрыми темпами, что приводит к бюджетному дефициту, однако в 2004 году его размер значительно сократился – до 227,9 млн руб. На 2005 год размер дефицита городского бюджета запланирован на уровне 645 млн руб. В то время как налоговые доходы в структуре общих доходов бюджета не отличались стабильностью (58% в 2004 году), налоговые поступления в абсолютном выражении за последние 5 лет значительно выросли. Как и большинство российских муниципальных образований, Красноярск зависит от безвозмездных перечислений из бюджетов более высокого уровня, которые составили порядка 40% от общих доходов. В 2004 году соотношение Долг/Доходы в бюджете Красноярска было на уровне 19%, что сопоставимо по величине с соответствующим показателем Казани (21%), но ниже, чем у Новосибирска (35%).

Прайсинг: Принимая во внимание уровень доходности по выпуску Казани (8,0% при погашении через 1,5 года), мы ожидаем, что доходность к погашению по выпуску Красноярск-5 '08 должна установиться в диапазоне 7,50%-8,00%, отражая более узкий кредитный спред, но более высокий процентный риск.

Ожидания банка-организатора – доходность к погашению – 7,50% (ставка 1-2 купонов 6,19%).

18 октября **Югтранзитсервис** (ЮТС) выходит на долговой рынок со вторым облигационным займом объемом 1,2 млрд руб. с погашением в 2008 году. Оферта предусмотрена через 1,6 года. В противоположность первому выпуску, данный выпуск будет размещен по закрытой подписке. Тем не менее, после размещения бумага, скорее всего, пройдет листинг на ММВБ и будет торговаться как публичный инструмент. ЮТС – один из крупнейших российских частных экспортеров зерна, на долю которого приходится около 13% экспорта.

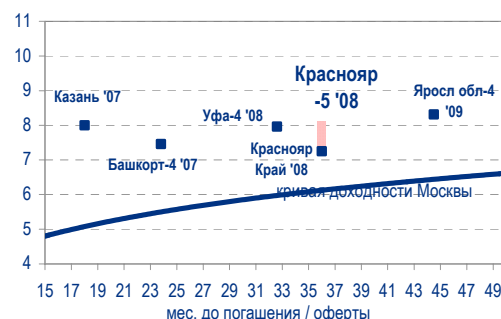
ЮТС предоставил аудированную (аудитор – ФБК) финансовую отчетность по международным стандартам за 2004 год, но без информации за сопоставимый период. Согласно отчетности, выручка компании в 2004 году составила 245 млн долл. За вычетом курсовых разниц и дохода от отрицательно деловой репутации мы оцениваем EBITDA на уровне 18 млн долл. и при норме EBITDA 7,1%. Общий долг компании составляет 116 млн долл., 91,4% которого пришлось на краткосрочные банковские кредиты. Долговая нагрузка находилась на высоком уровне при соотношении Долг/EBITDA в 6,6х, в то время как процентное покрытие было довольно слабым, на что указывает коэффициент EBITDA/процентные расходы, составивший 2,8х. Мы также полагаем, что задержки с отправкой зерна в конце весны начале лета, вызванные изменением процедуры оформления сертификатов качества, привели к неожиданным потерям.

Прайсинг: Мы считаем, что доходность ЮТС-2 '08, при сравнении с недавно оцененным выпуском Разгуляй-Финанс-2 '08 и торгующимся на уровне 11,83% к оферте через 1,5 года, должна установиться в диапазоне 12,5%-13,0% к оферте через 1,6 года, отражая главным образом более низкое кредитное качество ЮТС.

Ожидания банка-организатора –

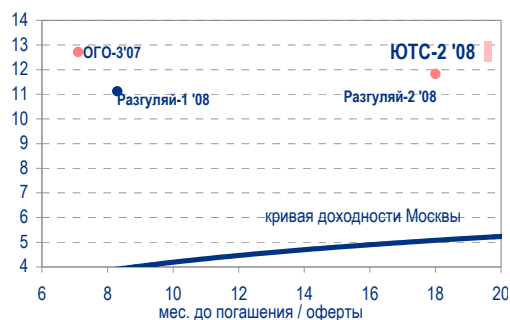
Красноярск '08

Дата размещения	18 октября 2005г.
Эмитент	Администрация города Красноярска
Объем выпуска	1 млрд руб.
Купон	полугодовой, 1-2 купоны определяются в ходе размещения, 3-4 - 8,5%, 5-6 - 7,5%
Погашение	3 года
Организаторы	Росбанк



Югтранзитсервис '08

Дата размещения	18 октября 2005г.
Эмитент	ООО Югтранзитсервис
Объем выпуска	1200 млн руб.
Купон	определяется в ходе размещения
Погашение	16 октября 2008г.
Оферта	29 мая 2007г.
Организаторы	НОМОС-БАНК





Результаты первичных размещений

На прошлой неделе на первичном рынке состоялось всего три размещения выпусков общим объемом в 4,6 млрд руб., все выпуски с дюрацией 1-2,5 года. Учитывая рыночную коррекцию прошлой недели, пауза, взятая эмитентами на первичном рынке, представляется вполне логичной.

Выпуск **ТуранАлем** размещался крупными лотами и потому банк был вынужден публично раскрыть часть информации по итогам размещения. Среди участников аукциона обнаружены такие банки как Дрезднер, Ситибанк и КСФБ, действовавшие за свой счет или, что более вероятно, по поручению своих клиентов. Банк ТуранАлем рассматривается многими инвесторами в качестве надежного заемщика, в то время как доходность выпуска с маленькой дюрацией составила приемлемые 6,5% годовых. Общий спрос на аукционе составил 7,7 млрд долл., ставка купона была установлена в размере 6,4%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 6,5% и соответствует нижней границе диапазона, озвученного организаторами.

Хотя размещение выпуска **ВолгаБурмаш** объемом 600 млн руб. ничем непримечательно с точки зрения рыночных событий, состав синдиката по размещению насчитывает 8 банков, таким образом, средний объем лота, купленного участниками размещения на аукционе составляет всего 75 млн руб. Выпуск разместился с доходностью к годовой оферте на уровне 11,41%.

Исходя из скудной информации по результатам размещения выпуска г. **Казань**, как и ожидалось, заем был размещен среди ограниченного круга инвесторов, доходность в ходе аукциона составила 8,1%, что в точности соответствует прогнозу организаторов, обозначенному накануне размещения.

Результаты первичных размещений

Выпуск	Объем выпуска, млрд руб.	Спрос, млн руб.	УТР / УТМ
БТА-1 '09	3 000	7 700	6,50%
Волгабур '08	600	795	11,41%
Казань '07	1 000	-	11,83%

Источник: Cbonds, ФК УРАЛСИБ



Торговые идеи

ПИТ и Красный Восток. ПИТ (УТР 8,43%, 11,9 мес.) и Красный Восток (УТМ 9,01%, 17,2 мес.) – крупные пивоваренные компании, недавно приобретенные компаниями Heineken и SABMiller. Таким образом, после формального завершения сделки по приобретению, доходность облигаций ПИТ и Красный Восток логично сравнивать с выпуском компании Интербрю (доходность к погашению через полгода – 6,63%), которая была приобретена холдингом InBev в прошлом году.

Мы считаем, что справедливая доходность выпуска ПИТ-2 должна составлять 7,0%, для компании Красный Восток справедливый уровень находится около 7,25% годовых, однако необходимо отметить, что, как и в случае с компанией Сан Интербрю, когда компания перешла полностью под контроль холдинга Interbrew, переоценка доходности вышеназванных выпусков рынком может занять несколько месяцев.

Трансмашхолдинг – крупнейший в стране диверсифицированный производитель железнодорожного оборудования и основной поставщик компании РЖД. В последнее время в СМИ стала появляться информация, касающаяся намерения РЖД пересмотреть условия заключенного в этом году контракта с компанией Siemens на поставку высокоскоростных поездов и модернизации путей сообщения Москва – Санкт-Петербург. Новые условия подразумевают – замена поставщика Siemens компанией ТМХ, которая предоставляет более экономичный вариант оборудования при соответствующем уровне качества.

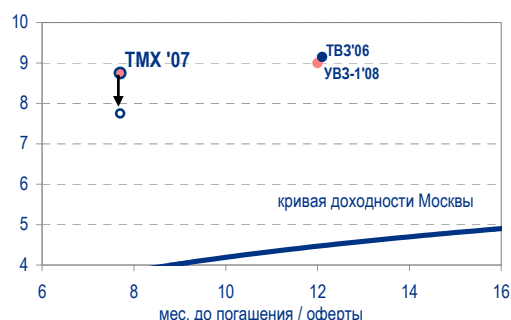
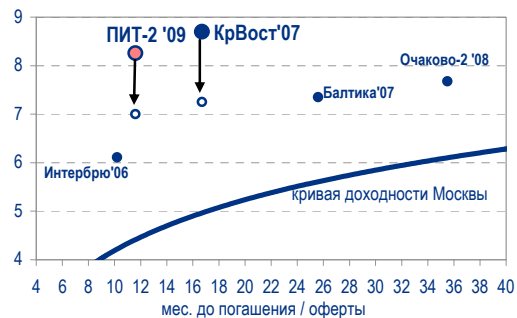
Изменения подобного характера подтверждают наш взгляд на компанию как на ключевое звено инвестиционной программы РЖД. Мы полагаем, что рынку еще только предстоит оценить роль ТМХ в масштабной программе модернизации РЖД и потому считаем, что выпуск ТМХ '07, доходность которого к 8-мес. оферте составляет 8,75%, должен торговаться ниже. Наша цель по доходности – 8,00% годовых.

Группа **ОСТ** – один из крупнейших производителей алкогольных и безалкогольных напитков в России. Среди торговых марок, принадлежащих компании, есть такие бренды продуктов массового потребления как «Водка Стольная», «Байкал», «Черноголовская». Во время мини-кризиса банковской системы в 2004г. компания столкнулась со сложностями при привлечении краткосрочного капитала для обслуживания оферты. Информация о трудностях компании, просочившаяся на рынок, произвела на инвесторов неблагоприятное впечатление, а выпуск облигаций ОСТ-1 стал торговаться с премией к другим, сравнимым по качеству, компаниям потребительского сектора.

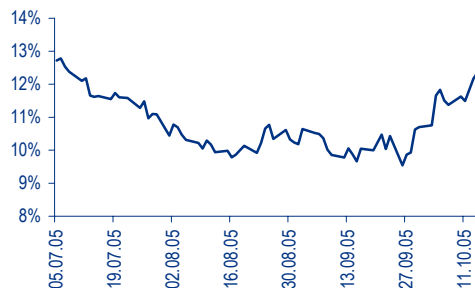
Выпуск ОСТ-2 '08 сейчас торгуется с доходностью к 7-месячной оферте на уровне около 12%. Как можно заметить из графика, опасения инвесторов относительно безболезненного прохождения компанией приближающейся оферты по выпуску вызвали несоразмерный рост доходности облигаций выпуска. Тем не менее, мы придерживаемся взгляда, что у компании не возникнет проблем при прохождении очередной оферты и рекомендуем покупать облигации выпуска с целью по доходности в 10,75%.

Нутритек – производитель потребительских товаров (молочные продукты и детское питание) с приемлемыми кредитными показателями, но торгующийся со значительной и, на наш взгляд, не справедливой премией к аналогичным компаниям. Нутритек (УТР 10,24%, 8,6 мес.) торгуется с премией 120 бп к выпуску Парнас (УТМ 9,40%, 5,6 мес.) и 140 бп к выпуску Балтимор (УТР 9,37%, 13,8 мес.), имеющим более слабые кредитные показатели.

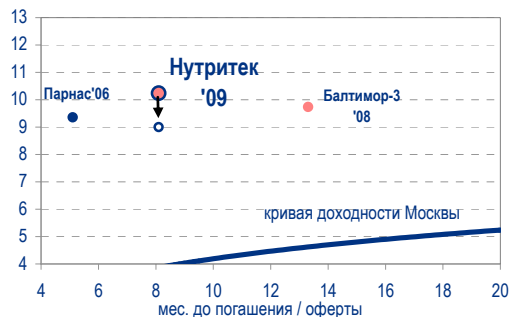
Мы считаем, что текущая доходность выпуска отражает тот факт, что компания является еще относительно новой для рынка, и кроме того, проходит через целую серию изменений бизнеса и структуры капитала (что, мы в итоге рассматриваем как положительные факторы). Аудированная консолидированная отчетность по МСФО, которую компания собирает предоставлять до конца года, должна добавить ясность в оценку компании и способствовать более справедливому прайсингу выпуска. На наш взгляд справедливая доходность выпуска должна установится на уровне УТР 9,0%.



Динамика доходности ОСТ-2



Источник: ФК Уралсиб, ММВБ





А вы знаете, что...

Быками и медведями трейдеры начали называть друг друга предположительно в 1840-50гг. Однако широкую популярность этим терминам и использование их в повседневной жизни принесла написанная в 1879г. картина Вильяма Холбрука Берда (William Holbrook Beard) изображающая фантастическую битву происходящую на знаменитом перекрестке Уолл и Брод Стрит между, конечно же, быками и медведями.

<http://www.artprintcollection.com/detailPage.php?printID=61583>



Бизнес-блок операций с долговыми инструментами

Руководитель бизнес-блока

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Александр Чекин, аналитик, cek_aa@uralsib.ru

Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab_ay@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Анастасия Залесская, аналитик, zal_av@uralsib.ru

Управление рынков долгового капитала

Руководитель управления

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@uralsib.ru

Дарья Соношкина, ст. специалист, son_da@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Петру Вадува, vad_pe@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi_an@uralsib.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),

bra_ms@uralsib.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.),

ros_ch@uralsib.ru

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),

bra_ms@uralsib.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.),

ros_ch@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, 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 «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005