



Рекордные уровни, рост продолжается

Российские рынки продолжают расти. Индикатор рынка евробондов Россия'30 пробил рекордный уровень 100 бп к UST10 и закрепился к концу недели на уровне 96 бп. Ралли на рынке российских еврооблигаций продолжается практически безостановочно уже 14 месяцев, в его процессе спред к UST сократился с 300 бп до текущего уровня в 100 бп.

Основные факторы роста рынка: (1) ожидания повышения рейтинга Moody's, которое мы прогнозируем до конца этого года, (2) возможные дополнительные платежи Парижскому Клубу, способные улучшить привлекательность РФ по сравнению с прочими развивающимися рынками (3) рекордные цены на нефть, привлекающие инвесторов в российские активы. Однако, мы считаем, что рынок уже достиг справедливого уровня, оцениваемого нами в 90-100 бп, и в дальнейшем должен вступить в фазу консолидации.

На внутреннем рынке ралли первоначально было не столь решительным, что в значительной степени объяснялось колебаниями рубля в начале года. Но, как только консенсус относительно рубля на рынке стал меняться в сторону укрепления, рост внутреннего рынка быстро догнал, а затем и перегнал рынок евробондов. В течение всего двух месяцев спред между кривой ОФЗ и кривой суверенных евробондов сократился с 280 бп до 140 бп. Прошедшую неделю внутренний рынок консолидировался на уровнях 143-145 бп, но уже в конце прошлой недели значение спреда приблизилось к уровню 140 бп.

Вдобавок к описанным нами выше факторам роста внутреннего рынка можно отметить ожидания укрепления рубля и устойчивый спрос со стороны внутренних инвесторов. Мы считаем, что апсайд рублевого рынка еще не исчерпан, особенно, если в октябре материализуется ожидаемое нами укрепление рубля. Однако, мы ожидаем снижения темпа роста рынка и смещение фокуса на корпоративные выпуски.

Акцент на корпоративные облигации. Во время ралли на рынке рублевых облигаций выпуски ОФЗ и Москвы обогнали остальные сегменты, что привело, в том числе, и к расширению спреда между корпоративными выпусками и индикаторами рынка. Однако, как это случалось и ранее, мы считаем, что по мере того как темп роста будет снижаться, фокус рынка неизбежно сместится в сторону корпоративных облигаций, спред которых к индикаторам снизится до исторически сложившихся уровней.

Мы полагаем, что наибольшего внимания на внутреннем рынке в настоящий момент заслуживают выпуски второго эшелона и отдельные выпуски третьего эшелона, которые неизбежно будут сокращать спред к индикаторам и одновременно являются менее спекулятивными за счет более высокой ставки купона.

Неделя в ретроспективе

Спред **России'30** к UST10 пробил рекордный уровень 100 бп, и закрылся к концу недели на уровне 96 бп.

Спред **ОФЗ 46018 '21** к России'30 закрылся ниже уровня 140 бп.

Досрочные платежи Парижскому Клубу. Правительство РФ собирается провести платежи по досрочной выплате долга Парижскому Клубу в размере 3-5 млрд долл. в 2005г. и 10-15 млрд долл. в 2006г., и заявляет о готовности полностью досрочно выплатить всю оставшуюся часть долга при наличии согласия членов клуба.

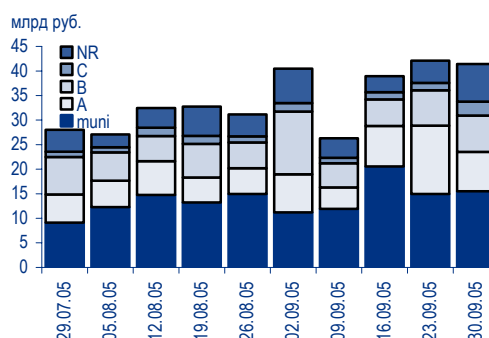
Курс рубля или инфляция. Зам. председателя ЦБ подтвердил наличие годовой цели по инфляции на уровне 10% и заметил, что ЦБ не выставляет никаких целей по курсу рубля, и задает цели лишь по уровню инфляции, что означает возможный рост рубля к концу года.

Газпром приобрел Сибнефть. Газпром согласился приобрести 72,7% Сибнефти за 13,1 млрд руб., что в сумме с приобретенными на открытом рынке акциями дает ему контролирующий пакет в 75,7% акций.

Взгляд на рынок

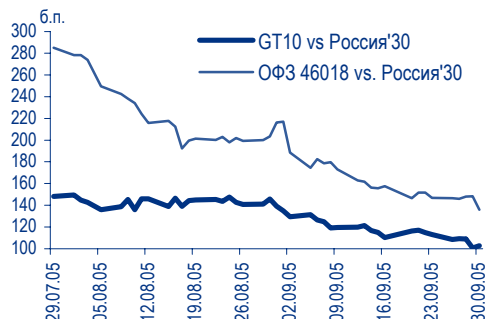
Краткосрочный прогноз	Позитивный
Экстра ликвидность делает рост спекулятивным	
Долгосрочный прогноз	Нейтральный
Фундаментальные факторы пока отстают от рынка	

Недельные торговые обороты вторичного рынка



Источник: ММВБ, ФК УРАЛСИБ

Рыночные спреды



Источник: Bloomberg, ФК УРАЛСИБ

Наши рекомендации

Выпуск	УТР / УТМ	Цель
ПИТ-2	8,09%	7,00%
Красный Восток	8,68%	7,25%
Трансмашхолдинг	8,91%	8,00%
Волга	11,50%	10,00%
Адамант	12,03%	10,75%
Нутритек	10,77%	9,00%
ДжейЭфСи-2	10,73%	9,75%



Объявления новых выпусков

Уралсвязьинформ планирует разместить два выпуска 6-летних облигаций объемом 2 и 3 млрд руб.

Марта планирует выпустить 4-летний выпуск облигаций объемом 1 млрд руб.

Русский международный банк объявил о подготовке 3-летнего выпуска объемом 1 млрд руб.

АИЖК планирует размещение 7-летнего выпуска объемом 2,2 млрд руб и 9-летнего выпуска объемом 2,5 млрд руб.

Мособлгаз объявил о подготовке 4-летнего выпуска объемом 1 млрд руб.

Группа Магnezит планирует выпустить 3-летний выпуск объемом 1,5 млрд руб.

Москоммерцбанк объявил о подготовке 3-летнего выпуска объемом 1 млрд руб.

Выпуски, прошедшие регистрацию

Яковлевский текстиль зарегистрировал 3-летний выпуск объемом 1 млрд руб. Организатор – ФК «УРАЛСИБ».

Газбанк зарегистрировал 3-летний выпуск объемом 1 млрд руб. Организатор – ФК «УРАЛСИБ».

Русский текстиль зарегистрировал 4-летний выпуск объемом 1,2 млрд руб. Организатор – Транскредитбанк.

Компания **Отечественные лекарства** зарегистрировала 3-летний выпуск объемом 1,3 млрд руб. Организатор – МДМ Банк.

Первичное предложение

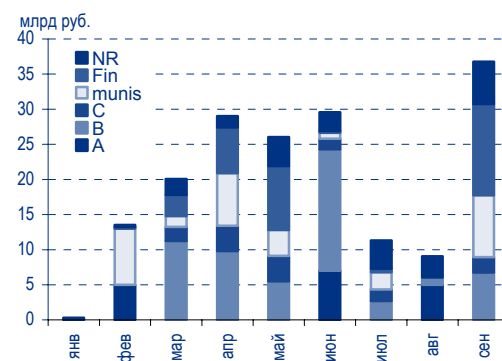
Календарь первичных размещений

Дата	Выпуск	Объем выпуска, млрд руб.	Погашение / Оферта	Организаторы
03.10.2005	Чебоксары	100	2	Сбербанк
05.10.2005	Красноярский край	3 000	3	Росбанк
06.10.2005	МИР-финанс	1 000	2,2 / 0,4	Росбанк
06.10.2005	УВЗ-2	3 000	5 / 2	Газпромбанк, Банк Москвы
06.10.2005	Разгуляй	2 000	3 / 1,5	ТрансКредитБанк, Газпромбанк
06.10.2005	ЕПК	1 000	3 / 1 и 2	Промсвязьбанк
07.10.2005	Банк Кедр	450	2 / 1	ТатИнк
11.10.2005	ТуранАлем Финанс	3 000	4 / 1	Райффайзенбанк, Атон
12.10.2005	Казань	1 000	2	Росбанк, ТатИнк
12.10.2005	Волгабурмаш	600	3 / 1	ВБРР
18.10.2005	Инвестторгбанк	350	2 / 1,5	Инвестторгбанк
20.10.2005	Кабардино-Балкария	500	2	Росбанк
Итого		16 000		

Источник: Cbonds, ФК УРАЛСИБ

Объем первичного предложения - 200 млрд руб.

Первичные размещения в 2005г.



Источник: ФК УРАЛСИБ



Предстоящие размещения

5 октября 2005г. **Красноярский край** планирует выйти на рынок с третьим облигационным займом объемом 3 млрд руб. с погашением в 2008г. Организатором выступает Росбанк.

Красноярский край с населением 2,9 млн чел. находится в восточной части Сибири и входит в состав Сибирского (административного) Федерального Округа (СФО). Регион богат природными ресурсами, в том числе древесиной (45% территории края покрыто лесами), углем (в крае находится 70% запасов угля России), апатитами, медью, золотом, железной рудой, свинцом, никелем, платинойдами, а также нефтью и газом. Край является одним из наиболее промышленно активных регионов России, темп роста производства (в целом по промышленности) за 2004 год оценивается на уровне 105,7%. В крае работают крупные российских компании такие как «Норильский никель» (крупнейший налогоплательщик края), «КрАЗ» и «КрасЭйр».

В 2004г. совокупные доходы региона составили около 32,8 млрд руб., расходы – 31,5 млрд руб., таким образом, профицит бюджета составил около 1,3 млрд руб. (в отличие от периода 2001-2003гг.). Основной нагрузкой бюджета по-прежнему остается финансовая помощь бюджетам других уровней, которая составила 53,5% в структуре расходов. В 2005г. администрация край ожидает дефицит бюджета в размере около 3,3 млрд руб., который будет финансироваться преимущественно за счет остатков собственных средств и привлечения средств на долговом рынке. Положительным фактором кредитоспособности края является высокое качество структуры доходов со значительной долей налоговых поступлений, составивших около 84,5% всех доходов. Этот уровень является одним из самых высоких среди регионов РФ.

В конце 2004г. общий долг края составил около 8,7 млрд руб. Соотношение долга к доходам не отличается стабильностью и составило около 39,4%, 26,7% и 39,0% в 2003г., 2004г. и 1П05г. соответственно. Этот показатель выше, чем у других субфедеральных эмитентов, таких как: Коми (Ba3/B+) – 3,33%, Татарстан (Ba1/BB+) – 1,48% и Башкортостан (Ba1/BB-) – 14,60%. Погашения двух существующих выпусков объемом по 1,5 млрд руб. состоятся в 2005г. и 2006г.

Прайсинг: Дюрация выпуска составляет порядка 2 лет, по кредитному качеству он сопоставим с недавно разместившимся выпуском Иркутская область-3 с погашением в 2009г. (дюрация 2 года), который в настоящее время торгуется с доходностью 7,66% к погашению. Мы оцениваем справедливый уровень доходности выпуска Красноярск'08 на уровне 7,5% к погашению, хотя, исходя из существующей конъюнктуры рынка выпуск, вероятно, разместится на уровне не выше 7,25%.

Оценка организатора – YTM 7,15%.

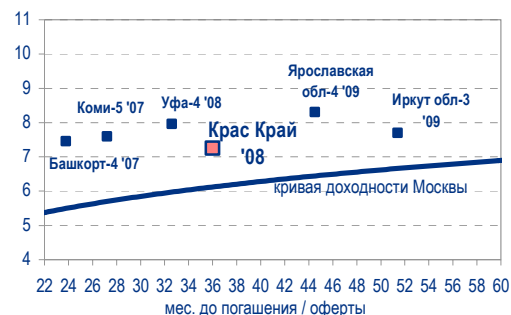
Уралвагонзавод-Финанс выходит на рынок со вторым облигационным займом объемом 3 млрд руб. Аукцион назначен на 5 октября 2005г. Срок обращения бумаги – 5 лет, оферта - 2 года.

Эмитент является 100% дочерним предприятием ООО «Уралкриомаш», которое, в свою очередь входит в структуру ФГУП «ПО УВЗ». Уралвагонзавод (УВЗ), находящийся в Нижнем Тагиле, является государственным предприятием, специализирующимся на производстве товарных вагонов (главным образом полувагоны, вагоны-цистерны и платформы), военной техники (в том числе танки Т-72 и Т-90) и дорожно-строительной и сельскохозяйственной техники. УВЗ является крупнейшим в России производителем вагонов, 50% которых Компания реализует государственной монополии РЖД (Baa3/pos; BB+/pos; BBB/stab). Экспортные поставки составляют около 30%, главным образом за счет экспорта военной техники. Вагонная продукция, прочая гражданская техника и военная техника составили около 73%, 4% и 23% от выручки в 2004г. соответственно.

В 2004г. выручка по РСБУ составила 24,2 млрд руб., что на 93,8% выше объема продаж в предыдущем году. Тем не менее, показатель Ebitda за год значительно снизился – с 2,4 млрд руб. до 1,1 млрд руб. главным образом за счет увеличения себестоимости производимой продукции и операционных расходов. В результате, норма Ebitda упала до 4,4% по сравнению с 11,0% в 2003г. Аналогично, показатели долговой нагрузки и покрытия процентных расходов существенно ухудшились: Долг/Ebitda увеличился до 9,2х по сравнению с 2,0х в 2003г., а показатель Ebitda/процентные расходы упал до слабого уровня 1,4х по сравнению с

Красноярский край'08

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



УВЗ-2 '10

Дата размещения	5 октября 2005г.
Эмитент	ООО «Уралвагонзавод-Финанс»
Поручители	ФГУП Производственное Объединение «Уралвагонзавод» им. Дзержинского
Объем выпуска	3 млрд руб.
Купон	полугодовой, 1-4 купоны определяются в ходе размещения, 5-10 - определяет эмитент
Погашение	5 лет
Оферта	2 года
Организаторы	Газпромбанк, Банк Москвы



3,6х в предыдущем году. Кредитные показатели УВЗ, без учета профиля его бизнеса, выглядят слабыми. Тем не менее, мы считаем, что кредитный риск существенно смягчается государственной принадлежностью компании, характером основного потребителя ее продукции (РЖД) и значимостью УВЗ в стратегических планах государства.

Прайсинг: В качестве ориентира мы используем доходность первого выпуска УВЗ-1 (УТР 9,9%; 12,5 мес.), торгующегося, на наш взгляд, на справедливом уровне. Кроме того, сопоставимыми выпусками могут служить бумаги диверсифицированного производителя продукции железнодорожного машиностроения Трансмашхолдинга (УТР 8,91%; 8,2 мес.) и производителя пассажирских вагонов – компании ТВЗ (УТМ 9,1%; 12,6 мес.). Мы оцениваем справедливую доходность выпуска УВЗ-2 на уровне 10,25% к 2-летней оферте.

Оценка организатора – УТР 9,25%-9,75%.

МИР, российская розничная сеть, специализирующаяся на торговле электроникой, бытовой техникой и персональными компьютерами. 6 октября 2005г. Компания выходит на рынок с дебютным облигационным выпуском в размере 1 млрд руб. с погашением в 2007г. Эмитент выпуска - ООО «МИР-Финанс», принадлежащий ЗАО «Группа МИР». Поручителями по облигационному займу выступают ОАО «Магазины электроники «МИР»» (владелец недвижимости с рыночной оценкой в 50 млн долл., или 44% совокупного долга на конец 1П05) и ООО «МОВИТРЕЙД» (консолидирует 98% выручки), которые входят в состав Группы МИР. Главными конкурентами МИР являются такие компании как Эльдorado (сеть более 600 магазинов), М-Видео (44 магазина) и Техносила (43 магазина).

По состоянию на сентябрь 2005г. торговая сеть МИР насчитывала 36 магазинов на территории России. Финансовое состояние по РСБУ обоих поручителей выглядит слабым и, вероятно, отражает стремление компаний минимизировать свои налоговые расходы. Финансовая картина по управленческой консолидированной отчетности выглядит менее удручающе, хотя отраженные результаты не достаточно стабильны. Выручка Группы резко выросла в 2004г. на 53,1% до 294,4 млн долл., показатель Ebitda составил 8,9 млн долл., а норма Ebitda установилась на слабом уровне 3,0% по сравнению с 9,5% в 2003г. Аналогично, долговая нагрузка и кредитные показатели ухудшились: Долг/Ebitda и Чистый долг/Ebitda увеличились до 9,6х с 2,8х и 2,5х в 2003г. соответственно. Приоритетный долг/Ebitda установился на высоком уровне 7,0х. Показатель Ebitda/процентные расходы упал до 1,8х с 3,6х в 2003г.

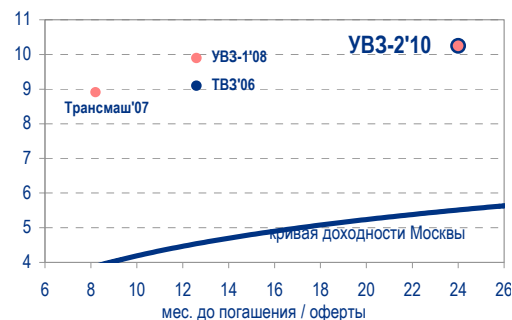
Тем не менее, последние результаты за 1П05 указывают на некоторое улучшение кредитного состояния Группы: продажи составили 154,9 млн долл., или 52,6% объема продаж за полный 2004 год. Чистый долг/Ebitda укрепился до 3,7х, Приоритетный долг/Ebitda упал до 3,0х, а Ebitda/процентные расходы несколько увеличился до 2,1х. Мы предупреждаем инвесторов об опасности агрессивной покупки данной бумаги в связи с отсутствием аудированной отчетности по МСФО, нестабильными результатами, существенными капитальными вложениями и высокой долговой нагрузкой.

С другой стороны эмитенты сектора розничной торговли пользуются большим спросом на рынке, поэтому мы ожидаем неплохой спрос на бумагу, который будет несколько ограничен наличием открытых лимитов на данного эмитента.

Прайсинг: Низкое кредитное качество эмитента делает невозможным сравнение с компаниями Пятерочка, Копейка и Перекресток. Более сопоставимыми с эмитентом компаниями являются Марта (УТМ 12,19%; 32 мес.) или Евросеть (УТМ 10,93%; 7 мес.). На наш взгляд справедливый уровень доходности 4,3-месячной бумаги должен установиться в диапазоне 10,5%-11,0%.

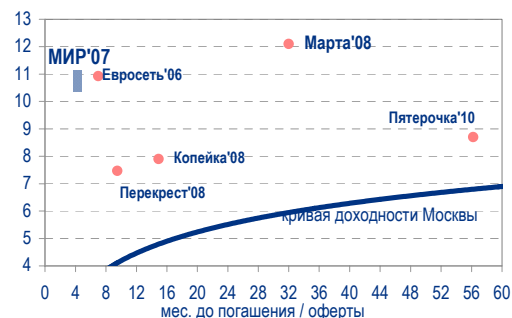
Оценка организатора – УТР 10,0%.

Группа Разгуляй-УКРРОС специализируется на торговле и переработке зерна и круп, а также на производстве, переработке и продаже сахара. В состав группы входят две холдинговые компании, контролирующие деятельность Зернового и Сахарного сегментов. Зерновой сегмент, состоящий из 13 элеваторов, 4 мукомольных предприятий, контролирует около 9% российского рынка торговли зерном, 9% рынка крупы и 2% рынка муки. Сахарный сегмент, состоящий из 12 сахарных заводов и одного молочного-консервного комбината, контролирует порядка 12% сахарного рынка России.



МИР-Финанс'07

Дата размещения	6 октября 2005г.
Эмитент	ООО «МИР-Финанс»
Поручители	ОАО «Магазины Электроники «МИР», ООО «МОВИТРЕЙД»
Объем выпуска	1 млрд руб.
Купон	полугодовой, 1-3 купоны определяются в ходе размещения, 4-5 купоны определяет эмитент
Погашение	27 декабря 2007г.
Оферта	13 янв 2006г. по цене 100% от номинала
Организаторы	Росбанк



Разгуляй-Финанс'08

Дата размещения	6 октября 2005г.
Эмитент	ООО «Разгуляй-Финанс»
Поручители	ООО «Разгуляй-Зерно», ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй», ЗАО «ТД «РСК», ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй»
Объем выпуска	2 млрд руб.
Купон	полугодовой, 1-4 купоны определяются в ходе размещения, 5-6 купоны определяет эмитент
Погашение	3 years
Оферта	16 апр 2007г. по цене 100% от номинала
Организаторы	Газпромбанк, ТрэнскредитБанк



На основании финансовых результатов по МСФО (источник – банк-организатор) продажи Группы составили в 2004г. 728 млн долл. по сравнению с 741 млн долл. в предыдущем году. Тем не менее, показатель Ebitda практически не изменился и составил 77 млн долл. по сравнению с 74 млн долл. в 2003г. Норма Ebitda улучшилась до 10,6% с 10,0% в 2003г. за счет увеличения доли переработанной продукции. Долговая нагрузка компании в последние несколько лет снижалась: Чистый долг/Ebitda в 2003 и 2004гг. установился на уровне 1,3х, в то время как соотношение Ebitda/процентные было низким, но стабильным и составило 3,4х и 3,5х в 2003г. и 2004г. соответственно. В 2005г. Компания прогнозирует падение выручки до 685 млн долл., но при этом ожидает некоторое улучшение показателя Ebitda до 82 млн долл. и нормы Ebitda до 11,9%; Долг/Ebitda и Ebitda/процентные расходы ожидаются на уровне 2,1х и 3,3х соответственно.

Тем не менее, после анализа аудированной отчетности по МСФО за 2003г., по нашим расчетам Ebitda составила лишь 66 млн долл., коэффициент Чистый долг/Ebitda – 1,6х и Ebitda/процентные расходы – 1,8х. Как нам известно, Компания находится в процессе подготовки к предстоящему IPO, что, как мы надеемся, положительно повлияет на качество финансовой отчетности и корпоративного управления.

Прайсинг: Разгуляй-1 торгуется с доходностью 11,12% на 9 мес. до погашения. Мы оцениваем справедливый уровень доходности на 18 мес. в диапазоне 11,2%-11,7%.

Оценка организатора – УТР 10,12%

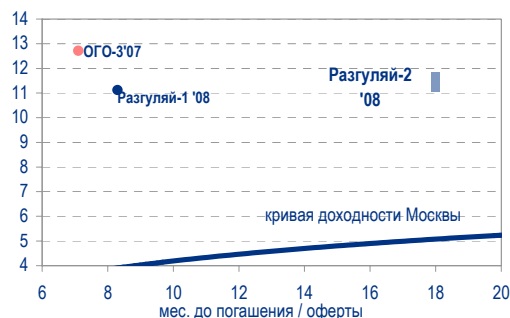
ЕПК. ОАО «Европейская подшипниковая компания», в пятницу выходит на рынок с 3-летним выпуском объемом 1 млрд руб. Поручителями по выпуску выступают ОАО «Московский подшипник» (порядка 21% общих продаж) и ТД ЕПК (консолидирует 100% продаж внешним клиентам).

Холдинг ЕПК является крупнейшим российским производителем подшипников. В собственности ЕПК находятся пять предприятиями, производящих различные виды подшипников. В общей сложности компания контролирует (учитывая результаты недавно приобретенного Самарского завода) порядка 80% рынка специализированных подшипников и около 40% всего внутреннего рынка подшипников.

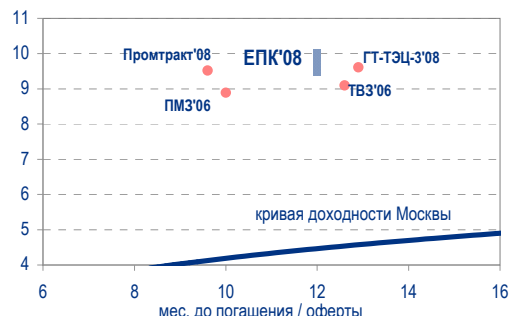
ЕПК не публикует консолидированные финансовые результаты и поэтому точно оценить финансовое состояние холдинга не представляется возможным. Оценке поддается лишь объем годовых продаж холдинговой компании, который в 2004г. составил 5,2 млрд руб. Поручитель выпуска ОАО «Московский подшипник» в 2004г. при объеме продаж в 1,1 млрд руб. показал EBIT 123,0 млн руб. или 11,1% от объема продаж (амортизационные расходы не раскрываются, что не позволяет рассчитать Ebitda). Debt/EBIT составил 3,9х. В течение 1П05 результаты компании значительно улучшились. На продажах 739,6 млн руб. компания показала EBIT 200,3 млн руб. или 27,1% от объема продаж. Соответственно, показатель Debt/EBIT улучшился до 1,3х. Таким образом, несмотря на то, что нам нравится рыночная позиция ЕПК и результаты Московского подшипника, без консолидированной отчетности мы не можем точно оценить финансовое состояние холдинга в целом, а высокая волатильность финансовых результатов Московского подшипника вызывает у нас беспокойство.

Прайсинг: В отсутствие на рынке прямых аналогов компании наиболее близкими индикаторами для выпуска являются выпуски производителя электроэнергетического оборудования ГТ-ТЭЦ (УТР 9,61%, 12,9 мес.), производителя тракторов Промтрактор (УТР 9,52%, 9,6 мес.) и производителя пассажирских вагонов ТВЗ (УТМ 9,1, 12,6% мес.). Основываясь на нашей оценке кредитного качества эмитента, мы оцениваем справедливую доходность выпуска к 12-месячной оферте на уровне 9,5-10,0% годовых.

Оценка организатора: УТР 9,5-9,8%



ЕПК'08	
Дата размещения	6 октября 2005г.
Эмитент	ОАО «Европейская Подшипниковая Компания»
Поручители	ОАО «Московский Подшипник», ООО «ТД ЕПК»
Объем выпуска	1 млрд руб.
Купон	полугодовой, 1-2 купоны определяются в ходе размещения, 3-4 and 5-6 купоны определяет эмитент
Погашение	3 года
Оферта	1 и 2 года по цене 100% от номинала
Организаторы	АКБ Промсвязьбанк





Результаты первичных размещений

Пожалуй, самыми примечательными за последние две недели стали состоявшиеся первичные размещения облигаций производителя грузовых автомобилей – компании КамАЗ и теперь уже единственного независимого российского пивного производителя – компании Очаково. Высокий уровень рыночного спроса в ходе аукционов привел к тому, что выпуски облигаций эмитентов были размещены значительно ниже нашей оценки справедливой доходности по этим бумагам. Главной причиной подобных результатов на прошедших аукционах мы считаем уверенность инвесторов в дальнейшем росте рынка и желание участников покупать длинные бумаги, которые способны принести наибольшую прибыль, разумеется, если расчет оправдается.

Итогом конкурса по размещению 3-х летнего выпуска **Очаково-2 '08**, компании со слабым и планомерно ухудшающимся кредитным качеством, стала доходность бумаги на уровне годовых выпусков ПИТ и Красный Восток, при том, что эти пивоваренные компании находятся в стадии завершения сделок по продаже Heineken и SABMiller соответственно. Вероятно, что большинство инвесторов на аукционе все-таки придерживается мнения, что Очаково в свою очередь также будет продано международной компании, что, на наш взгляд, остается под большим вопросом.

Облигации **КамАЗ-2 '08** были размещены со спредом к кривой доходности Москвы меньшим, чем уровень доходности годового и 1,5-годового выпусков АвтоВАЗа, компании с существенно большим бизнесом. В поддержку столь агрессивно-му размещению может быть высказан аргумент, что у производства легковых автомобилей отечественными производителями не слишком светлое будущее, равно как и конкуренция на рынке производителей грузовых автомобилей не столь жесткая. Тем не менее, мы считаем, что финансы КАМАЗа находятся не в лучшем состоянии – компания вышла из убытков лишь в последние несколько лет. Кроме того, мы бы хотели добавить, что будущее КАМАЗа тесно связано с поддержкой правительства республики Татарстан, где и расположена компания, в то время как АвтоВАЗ пользуется государственной поддержкой, что, например, ранее всегда подразумевало премию порядка 50 бп к выпускам АвтоВАЗа.

Результаты первичных размещений

Выпуск	Объем выпуска, млрд руб.	Спрос, млрд руб.	УТР / УТМ
Очаково-2 '08	1 500	4 320	8,68%
КамАЗ-2 '08	1 500	3 110	8,63%
Арсенал-Фин-2	300	317	13,85%
Иркут-3 '10	3 250	6 000	8,93%
ХКФ-3 '10	3 000	4 000	8,51%
РусАл-3 '08	6 000	7 500	7,33%
СибирьТел-6 '08	2 000	3 442	7,98%
ТК-Финанс	1 000	-	11,04%
Липецкая обл'07	300	-	7,19%

Источник: Cbonds, ФК УРАЛСИБ



Торговые идеи

ПИТ и Красный Восток. ПИТ (УТР 8,09%, 11,9 мес.) и Красный Восток (УТМ 8,68%, 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. ofercie составляет 8,91%, должен торговаться ниже. Наша цель по доходности – 7,75% годовых.

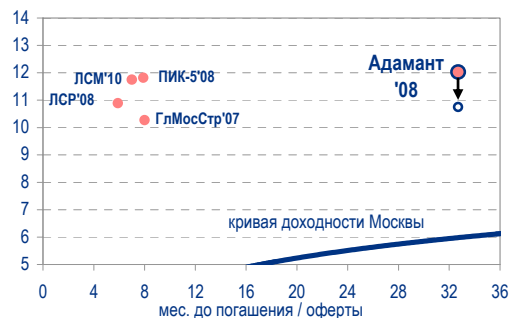
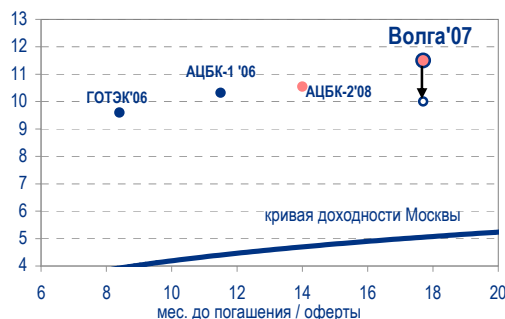
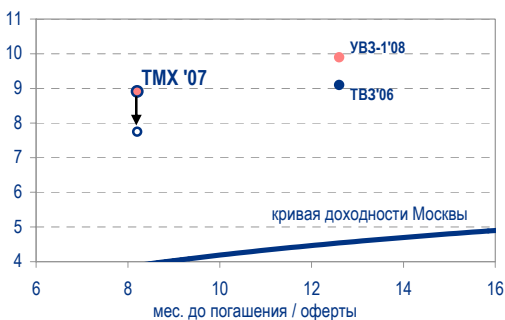
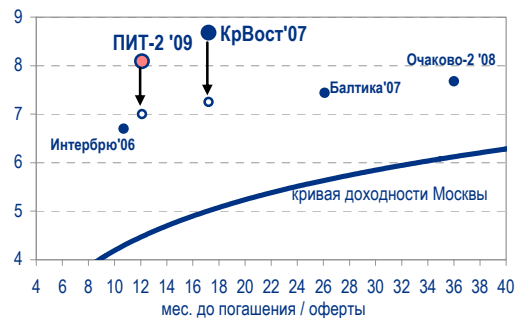
Волга является вторым по величине производителем газетной бумаги в России. Основной проблемой компании, попутно отпугивающей инвесторов, уже довольно продолжительное время служат судебные иски налоговых и таможенных ведомств, связанные с агрессивным использованием менеджментом Волги трансфертного ценообразования. Однако, у нас есть основания полагать, что компания отказывается от практики оффшорных продаж и давление гос. органов на нее будет снижаться, что подтверждает и снизившаяся за последний месяц интенсивность появления негативной информации о компании.

Выпуск Волга '07 (УТМ 10,86%, 17,7 мес.) постепенно отыгрывает потерянные позиции на рынке и за последние два месяца положение бумаги заметно укрепилось. Тем не менее, мы все еще видим у выпуска определенный апсайд и считаем справедливой оценкой доходности уровень в 10% годовых.

В собственности компании **Адамант** находится 10 торгово-развлекательных комплексов в Санкт-Петербурге и его окрестностях. Компания является вторым по величине собственником, владеющим и управляющим недвижимостью в сфере торгово-развлекательного бизнеса России.

Российский сегмент розничных продаж динамично развивается и все большую роль здесь начинает играть современный формат – крупные торговые центры. Это приводит к значительному улучшению денежных потоков владельцев торговых центров и, параллельному росту рыночной стоимости коммерческой недвижимости, и как следствие – к укреплению кредитных показателей Адаманта. Однако, вследствие того, что у компании есть собственное строительное подразделение, рынок оценивает облигации Адаманта наравне с другими, пускай и лучшими, компаниями строительного сектора.

В настоящее время выпуск Адаманта торгуется с доходностью 12% к погашению через 32 мес. Основываясь на отличных кредитных показателях и стабильном прогнозе сектора, мы уверены, что справедливый уровень доходности бумаги должен находиться на уровне 10,75% годовых.



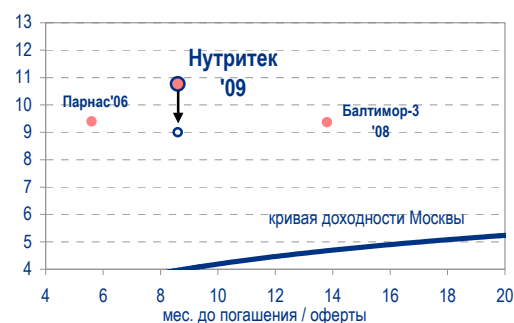


Нутритек —производитель потребительских товаров (молочные продукты и детское питание) с приемлемыми кредитными показателями, но торгующийся со значительной и, на наш взгляд, не справедливой премией к аналогичным компаниям. Нутритек (YTM 10,77%, 8,6 мес.) торгуется с премией 120 бп к выпуску Парнас (YTM 9,40%, 5,6 мес.) и 140 бп к выпуску Балтимор (YTM 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 собирается предоставить 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 YTM 9,0%.

А вы знаете, что...

Первое британское акционерное общество называлось Московская Компания (Muskovy Company) открытая в 1553г. для торговли с Россией. В 1555г. Компания получила концессию Короны на монопольную торговлю с Россией. В 1698г. право монопольной торговли с Россией, всегда бывшее спорным вопросом для политической оппозиции, было утеряно, но Компания продолжила свое существование вплоть до 1917г.





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 Залеская, 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 oferty. 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