

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежедневный Обзор

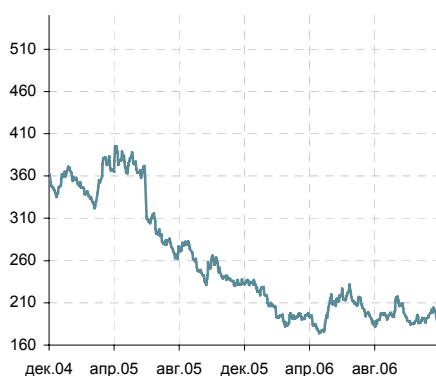
Новости	2
Мировые рынки	3
Российский долговой рынок	4
Кредитный комментарий	5
Торговые идеи	7
Приложение	8

В центре внимания на этой неделе заседание ФРС во вторник и публикация данных по индексу потребительских цен в пятницу. Мы подтверждаем рекомендацию по покупке бондов Системы-11. (Подробнее стр.3)

Предстоящая неделя может оказаться достаточно напряженной для участников рынка в силу сформировавшегося избытка первичного предложения. (Подробнее стр.4)

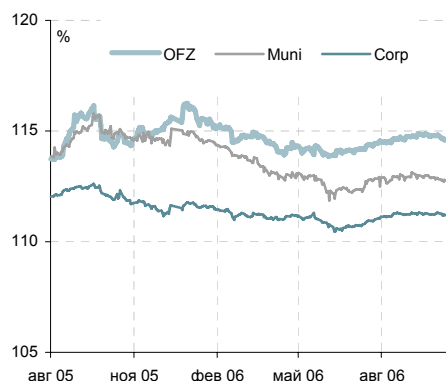
Кредитный комментарий: Л'Этуаль. (Подробнее стр.5)

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Полина Бардаева
p.bardaeva@zenit.ru

www.zenit.ru

НОВОСТИ

13 декабря Минфин проведет аукцион по доразмещению ОФЗ-АД серии 46018 на сумму 6 млрд. руб. /Finambonds/

14 декабря ОАО «Ленэнерго» планирует размещать второй выпуск облигаций объемом 3 млрд. руб. /Reuters/

На 14 декабря намечено размещение второго выпуска облигаций ООО «ТОП-Книга» объемом 1.5 млрд. руб. /Finambonds/

ОАО «ОГК-3» перенесло размещение облигаций с 14 на 15 декабря. /AK&M/

Размещение второго выпуска облигаций ЗАО «Вагонмаш» объемом 1 млрд. руб. запланировано на 20 декабря. /Finambonds/

Размещение дебютного выпуска ООО «Жилищный капитал-ФИНАНС» объемом 1 млрд. руб. запланировано на 21 декабря. /Cbonds/

ОАО «АПК «ОГО» приняло решение о размещении третьего выпуска облигаций объемом 1.5 млрд. руб. /Finambonds/

Рынок еврооблигаций

Динамика базовых активов

Торги в пятницу прошли под сильным давлением статистики, публикуемой Министерством Труда. Рост количества рабочих мест в несельскохозяйственном секторе на 132 тыс. (прогноз 100 тыс.) участники рынка восприняли как индикатор восстановления экономического роста. Уверенности в этом добавил тот факт, что, несмотря на рост безработицы (до 4.5% с 4.4%), ее уровень по-прежнему остается достаточно низким. В связи с этим ситуация на рынке труда сохраняет инфляционный характер: рост средней почасовой зарплаты в годовом выражении вернулся на 5-летний максимум. Чуть позже негатива на рынок добавило заявление секретаря Казначейства Полсона о том, что он находит состояние экономики стабильным. На фоне столь сильных новостей инвесторы не обратили внимания на небольшое снижение мичиганского индекса доверия до 90.2 п. (прогноз 92 п., предыдущее значение 92.1%). В результате доходность 10-летних облигаций выросла на 6 б.п. до 4.55%, а 2-летних бумаг – на 9 б.п. до 4.67%.

Опубликованные данные подтверждают наше мнение о том, что замедление экономики оказывается не столь критичным, как это могло показаться участникам рынка. Мы по-прежнему считаем, что на фоне сохранения рисков инфляции у регулятора нет повода для понижения учетной ставки в ближайшее время. Подобный настрой на этой неделе должны подтвердить два события. Первое – это заседание ФРС во вторник, на котором, скорее всего, ставка будет сохранена на текущем уровне. Хотя с момента предыдущего заседания выступления чиновников носили достаточно агрессивный характер, мы полагаем, что октябрьские формулировки будут сохранены: опасения, связанные с инфляционным характером рынка труда уже присутствуют в протоколе. Вторым же событием станет публикация данных по индексу потребительских цен в пятницу.

Развивающиеся рынки

Развивающиеся страны позитивно восприняли данные с рынка базовых активов, поскольку сильная экономика США обеспечивает поддержку экспортно-ориентированным странам. В результате спреда большинства EM сузились: в бразильском сегменте на 6 б.п., в мексиканском и турецком – на 4 б.п. Лучше рынка выглядели бумаги Венесуэлы (-10 б.п.), отреагировавшие на рост цен на нефть. В итоге спред EMBIG сузился на 6 б.п.

Российский сегмент

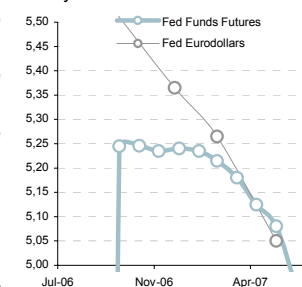
Российский сегмент в пятницу отреагировал умеренным снижением на рост доходностей базовых активов. России-30 снизилась на 37 б.п. до 113.48-113.580% (YTM 5.59%), при этом спред к UST-10 сузился на 3 б.п. Корпоративный сектор остался в пятницу почти без изменений, в связи с чем спред индекса RUBI сузился на 6 б.п. Исключение составили наиболее длинные корпоративные выпуски, такие, как Газпром-34 (-11 б.п.), Алроса-14 (-11 б.п.), а также Система-11 (-14 б.п.).

Сегодня с утра появилось сообщение о том, что АФК Система покупает 25% акций Связынвеста за 1.3 млрд. долл. Мы полагаем, что данная сделка не приведет к ухудшению финансовых показателей компании. По результатам первого полугодия текущего года компания отличалась умеренной долговой нагрузкой: показатель total debt/OIBDA составлял 1.5, при этом холдинг располагал денежными средствами в объеме 1.21 млрд. долл., которые, судя по всему, и были аккумулированы для произошедшей сделки. В связи с этим, несмотря на то, что международные агентства могут поставить рейтинги компании в список CreditWatch до выяснения подробностей, мы подтверждаем рекомендацию по покупке бондов Системы-11.

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

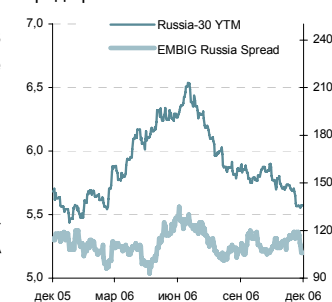
Полина Бардаева
p.bardaeva@zenit.ru

Кривая фьючерсов на процентную ставку



Источник: Bloomberg

Доходность России-30 и динамика спреда российского сегмента



Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Российский долговой рынок

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Пятничные торги стали логичным завершением рабочей недели, не отличавшейся энтузиазмом участников рынка после аукционов 5-6 декабря.

Наиболее значимые сделки проходили в сегменте госбумаг. Котировки ОФЗ продолжили свой рост в диапазоне от 5 б. п. до 20 б. п. При этом более уверенно «набирали вес» длинные выпуски. В частности, по итогам последних сделок цены 46002 и 46020 выросли на 20 б.п. и 23 б.п. соответственно.

В секторе субфедеральных выпусков помимо Московской области инвесторы вновь обратили свое внимание на третий выпуск Самарской области, облигации Республики Саха (Якутия) и третий выпуск Нижегородской области, входящие в залоговые списки ЦБ по операциям РЕПО. На наш взгляд, данные действия выглядят вполне логичными в преддверии начала сезона налоговых выплат и большого объема первичного предложения.

Предстоящая неделя может оказаться достаточно напряженной для участников рынка в силу сформировавшегося избытка первичного предложения. С учетом последних сообщения эмитентов о датах размещений, в течение недели нас ожидает 16 аукционов на сумму более 37 млрд. руб.

Мы не исключаем, что сегодня-завтра инвесторы будут «готовиться» к предстоящим размещениям, поскольку денежный рынок отнюдь не щедр на «приятные сюрпризы», в частности, остатки на корсчетах не растут и межбанк вновь приближается к 5%. Таким образом, мы ожидаем, что в центре внимания будут голубые фишки и ОФЗ, обеспечивающие инвесторам дополнительную поддержку в условиях низкой ликвидности (как потенциальный залог для получения РЕПО ЦБ).

Сегодня СМИ вновь вернулись к теме Протека. Несмотря на то, что компании удалось оспорить действия ФОМС, в результате которых Протек был отстранен от участия в конкурсах программы ДЛО, сохраняется неопределенность относительно поддержания Протеком статуса лидера среди дистрибьюторов фармпрепаратов. Еще неизвестны окончательные результаты конкурсов по поставкам в регионы, которые могут внести существенные корректировки к кредитному профилю компании. В свете этого мы сохраняем свою рекомендацию воздержаться от покупки облигаций Протека.

Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	114,30	0,03%	0,08%
Zetbi Muni	111,99	-0,21%	-0,27%
Zetbi Corp	110,96	0,01%	-0,03%
Zetbi Corp10	118,83	0,13%	0,10%

Источник: Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
Мос.обл.4в	258,53	-
Мос.обл.6в	256,28	-0,02
Саха(Якут)	248,64	0,12
СамарОбл 3	103,71	0,05
НижгорОбл3	83,71	0,09

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
РосселхозБ	864,36	-
ФСК ЕЭС-04	451,00	0,1
АгрикаПП 1	275,09	-
Евросеть-2	273,34	0,01
ИРКУТ-03об	233,85	-0,32

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кредитный комментарий

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

12 декабря на рынок выходит первая по величине парфюмерная сеть Л'Этуаль. Компания размещает заем в объеме 1 млрд. руб., по которому предусмотрена годовая оферта и полугодовые купонные платежи. Привлеченные средства планируется в равных долях направить на рефинансирование существующей краткосрочной задолженности и развитие сети.

Компания опережает Арбат Престиж и Иль де Ботэ не только по масштабу бизнеса и количеству магазинов, но и по качеству долгового покрытия. 50% совокупной выручки компании приходится только на столичный рынок без учета Московской области, оставшиеся 40% - на региональные рынки. При этом следует отметить, что хотя московский регион генерирует половину выручки, тем не менее, с точки зрения географического распределения магазинов, по результатам первого квартала в столице из 226 магазинов было расположено лишь 74 (т.е. 30%). Различие в географическом распределении выручки и магазинов объясняется значительно более высокой наценкой и существенным размером среднего чека в московском регионе по сравнению с региональными рынками.

Компания занимает 26% на рынке организованной сетевой торговли парфюмерией и косметикой. Арбат Престиж, как по выручке, так и по доле рынка чуть уступает Л'Этуаль, занимая 24% на организованном сетевом рынке (доли двух других игроков значительно меньше – 9% у Иль де Ботэ и 6% у Douglas Rivoli).

По прогнозам объем парфюмерного рынка к 2016 г. оценивается на уровне \$15-18 млрд. по сравнению с \$8 млрд. в 2006 г. Учитывая столь значительный потенциал, Л'Этуаль планирует расти весьма высокими темпами, причем преимущественно в регионах. Через год планируется в полтора раза расширить региональную сеть в силу значительно более высоких темпов роста региональных рынков (36%) по сравнению с динамикой столичного рынка (16%). В текущем году сеть компании увеличится на 50% до 337 магазинов, а к 2010 г. запланирован ее трехкратный рост до 777 магазинов при ежегодном открытии 100-120 магазинов, что должно обеспечить совокупную выручку в размере 1.2 млрд. евро. (пятикратный рост!).

Столь агрессивная экспансия сети может повлечь существенный рост кредитного плеча, даже, несмотря на то, что практически все магазины компании находятся в аренде. На этот фактор, с нашей точки зрения, также следует обратить внимание, поскольку компания владеет лишь четырьмя объектами недвижимости, которые находятся в обеспечении кредитного портфеля эмитента. У Арбат Престижа, напротив, значительное количество магазинов находится в собственности, что хотя и обуславливает высокую долговую нагрузку компании, но, тем не менее, служит определенной гарантией для кредиторов. С другой стороны, возможно, резкого ухудшения долгового покрытия Л'Этуалью и удастся избежать, если на развитие сети будут направлены средства основного акционера от продажи подконтрольного ему аптечного бизнеса, сети ОЗ, оптовому дистрибьютору лекарственных средств – Протек. В любом случае, учитывая, что рентабельность региональных магазинов существенно уступает рентабельности продаж на московском рынке, в ближайшее время следует ожидать снижения эффективности сети, пока в полной мере не проявится эффект масштаба.

В настоящее время компания консолидирует лишь два направления в отчетности – оптового оператора группы и розничную сеть. Начиная с 2006 г. в отчетность будут также консолидированы показатели логистического направления и компании, владеющие недвижимостью. Это может обусловить более высокие темпы роста по сравнению с ориентиром, представленным в материалах перед размещением займа, которые сам эмитент рассматривает как достаточно консервативные. Консолидация этих двух направлений уже нашла отражение в отчетности за первое полугодие текущего года - рост совокупной выручки составил 78% (91.7 млн. евро) против запланированного 50-60% годового роста.

При сравнении с двумя прочими парфюмерными сетями мы уже отметили более значимую рыночную долю и масштаб деятельности, особенно относительно Единой Европы (\$210 млн., из которых менее половины приходится на розничную сеть Иль де Ботэ). С точки зрения нормы прибыли, в 2005 году Л'Этуаль также опережал конкурентов: рентабельность EBITDA составила 16% по сравнению с 11.7% у Единой Европы и 9.4% у Арбат Престижа. Столь значительное различие могло объясняться, во-первых, тем, что, являясь крупнейшей розничной сетью, компания могла обеспечивать более выгодные условия при заключении договоров с поставщиками, и, во-вторых, большей долей в совокупном портфеле элитной парфюмерии (60%) и декоративной косметики и кремов дорогих марок (31%), характеризующихся более высокой добавленной стоимостью. Тогда как, например, у Арбат

Престижа значительная доля продаж приходилась на ассортимент низкомаржинального сегмента «масс-маркет», и лишь недавно компания расширила портфель, включив в него элитную косметику. В то же время, уже в первом полугодии текущего года положительная разница в рентабельности исчезла, как следствие роста доли региональных магазинов, характеризующихся более низкой рентабельностью, а также роста затрат на экспансию сети. По 6 мес. 2006 рентабельность EBITDA Л'Этуаль снизилась и составила 10.5% (как и у Единой Европы) тогда как у Арбат Престижа, напротив, норма прибыли выросла до 13.3%.

С точки зрения долговой нагрузки, Л'Этуаль выглядит более привлекательно по сравнению с конкурентами. По результатам первого полугодия покрытие долга за счет EBITDA составило 3.4, повысившись с 1.3 в 2005 г. По результатам всего 2006 года компания прогнозирует его снижение до 2.6: существенная часть привлеченных средств уйдет на рефинансирование, и объем финансового долга, по оценкам эмитента, вырастет менее значительно, чем рентабельность EBITDA (рост до 12%). Стоит отметить, что улучшение картины по итогам года во многом объясняется финансовой политикой эмитента: финансовый год завершается 31 марта, и в последние два квартала попадают все наиболее прибыльные для парфюмерных сетей праздники (Новый Год, 23 февраля, 8 марта). По нашим оценкам, аналогичный показатель Единой Европы составит в текущем году 3.8, Арбат Престижа – 7.5, хотя сравнение может быть не совсем корректным, учитывая, что отчетный год конкурентов заканчивается 31 декабря.

Что касается структуры кредитного портфеля по срочности, то по результатам первого полугодия 85% приходится на «короткие долги», что чуть выше аналогичных параметров конкурентов за тот же период. Тем не менее, по результатам года структура портфеля по срочности улучшится за счет частичного рефинансирования краткосрочной задолженности. С точки зрения кредиторов, портфель компании является достаточно диверсифицированным и распределен в равных долях между четырьмя банками. Одним из рисков кредитного портфеля можно рассматривать тот факт, что более 56% кредитов деноминировано в евро, учитывая постоянное укрепление валюты.

При позиционировании выпуска мы сравниваем компанию с Арбат Престижем, доходность выпуска которого на закрытие торгов в пятницу составила 10.65% к оферте в середине 2007 г. (спрэд к ОФЗ около 550 б.п.). Принимая во внимание сопоставимый масштаб бизнеса, уровень рентабельности и более низкую долговую нагрузку Л'Этуаль, и, в то же время, гораздо большую долю магазинов в собственности у Арбат-Престижа, мы полагаем, что разница в спредах к ОФЗ (в пользу Л'Этуаль) не должна превышать 50 б.п. на вторичном рынке. Таким образом, с учетом премии за размещение в 20-40 б.п. мы оцениваем доходность на первичном рынке в диапазоне 11.1 – 11.3% к годовой оферте.

Торговые идеи

Рублевые облигации

- **ГАЗ** – завышенный спрэд к ОФЗ относительно отраслевых аналогов, справедливый спрэд оцениваем на уровне 250 б.п. (потенциал сужения как минимум 40 б.п. с текущих уровней).
- **Техносила** – неоправданное расширение спреда до 550 б.п. к ОФЗ, справедливый спрэд оцениваем на уровне 500 б.п., рекомендуем к спекулятивной покупке
- **Дикси** - потенциал сужения спреда, как минимум, 50 б.п., справедливый спрэд к ОФЗ 360-390 б.п., что соответствует доходности в 10%. Рекомендуем бумагу к спекулятивной покупке.
- **Юнимилк** - завышенная премия к ВБД, потенциал снижения доходности как минимум 25 – 35 б.п. Справедливая премия Юнимилка к ВБД-2 за кредитное качество, на наш взгляд, составляет около 150 б.п. (178 б.п. на 20.11.2006), справедливый спрэд к ОФЗ – 350 б.п. (385 б.п. на 20.11.2006).
- **Магнит-1** - потенциал снижения доходности 40-50 б.п., недооценен относительно Пятерочки-2. С позиций оценки кредитного качества мы полагаем, что облигации Магнита должны торговаться со спрэдом к ОФЗ, немногим превышающим спрэд Пятерочки.
- **ЮТК-4** - потенциал сужения спреда к «кривой телекомов» до 50 б.п., ЮТК-3 – доходность на уровне более длинного ЮТК-4 при меньшей дюрации
- **ЦТК-5** - ожидаем сужения спреда к ОФЗ до справедливого уровня 200 б.п., Рекомендуем сохранять позиции в бумаге.
- **Волгателеком-4** – ожидаем сужение спреда не менее чем на 20 б.п., бумага привлекательна для покупки на фоне близкого по дюрации Волгателеком-3.
- **ЭмАльянс** - доходность на уровне «третьего эшелона» не отражает изменения в структуре собственников основных предприятий Группы. В ближайшей перспективе контрольный пакет в предприятиях группы, специализирующихся на атомном машиностроении, и выступающих поручителями по займу, должен быть выкуплен государством в лице компании «Атомэнергомаш».

Валютные облигации

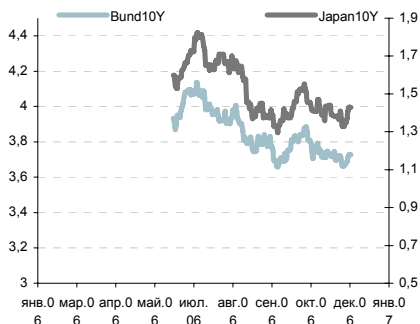
- **Вымпелком-16:** выпуск немного отстает от остальной кривой (порядка 20 б.п.)
После объявления финансовых результатов короткие бумаги эмитента росли опережающим темпом.
- **Система-11:** потенциал снижения премии к МТС-10 до 40 б.п.
После повышения разницы в рейтингах бондов между Системой и МТС, спрэд в 80 б.п., на наш взгляд, неоправданно широкий.
- **Банк СПб-09:** потенциал снижения доходности порядка 40 б.п.
Выпуск был размещен с доходностью 9.5%, в то время как сопоставимые по рейтингам и размерам бизнеса банки Альянс-09 и Сибкакадем-09 торгуют в районе 8.7-8.8%.

Приложение 1. Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	12/8/2006	4,67	9	-7	27
UST 10 yr	12/8/2006	4,55	6	-4	2
UST 30 yr	12/8/2006	4,65	5	-4	-7
Bund 2 yr	12/7/2006	3,71	4	2	92
Bund 10 yr	12/7/2006	3,71	2	0	27
Bund 30 yr	12/7/2006	3,84	2	0	8
Fed Fund	12/7/2006	5,25	0	0	125
Libor 1 mo	12/7/2006	5,35	0	3,0	99
Libor 6 mo	12/7/2006	5,32	1	-5,7	67
Libor 12 mo	12/7/2006	5,15	2	-14	35
S&P 500	12/8/2006	1409,84	0,18%	2,10%	11,95%
Nasdaq Composite	12/8/2006	2437,36	0,40%	1,99%	8,00%
RTS	12/8/2006	1850,69	0,10%	8,43%	70,98%
EURUSD	12/11/2006	1,3156	-0,36%	2,73%	10,06%
USDJPY	12/11/2006	116,71	0,32%	-1,23%	-2,56%
USDRUB	12/11/2006	26,34	0,19%	-1,23%	-8,30%
EURRUB	12/11/2006	34,65	-0,20%	1,46%	0,90%
Brent 1m Future	12/11/2006	61,99	-0,34%	3,82%	8,17%
Gold	12/11/2006	625,35	0,03%	-0,51%	18,80%

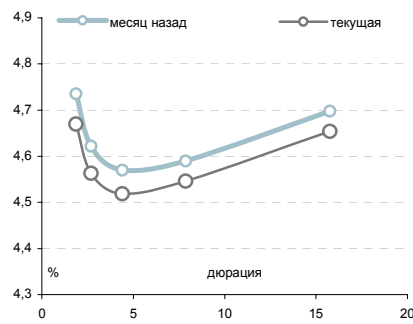
Источник: Bloomberg

Динамика доходности 10Y немецких и японских облигаций



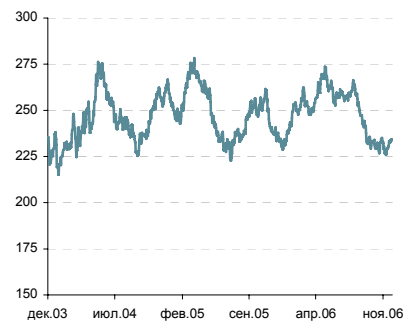
Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спред между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



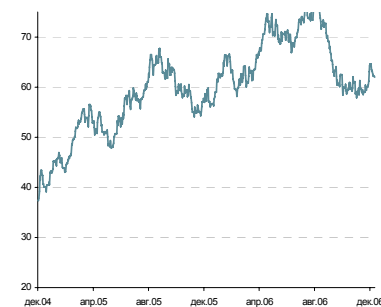
Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp			YTM	
			day	week	month		
Russia-30*	12/8/2006	113,75%	-15	1	121	224	5,57
UMS-31*	12/7/2006	129,50%	-6	53	168	445	5,99
Turkey-30*	12/8/2006	153,79%	-45	175	211	433	7,10
Venezuela-27*	12/7/2006	125,24%	25	78	82	902	6,94
EMBIG	12/8/2006	185	-6	-19	-15	-52	-
EMBIG Russia	12/8/2006	106	-5	-13	-11	-12	-
EMBIG Brazil	12/8/2006	208	-6	-19	-13	-100	-
EMBIG Mexico	12/8/2006	124	-4	-16	-16	-19	-
EMBIG Turkey	12/8/2006	225	-4	-24	-20	2	-
EMBIG Venezuela	12/8/2006	215	-10	-27	-19	-98	-

* - Указаны котировки

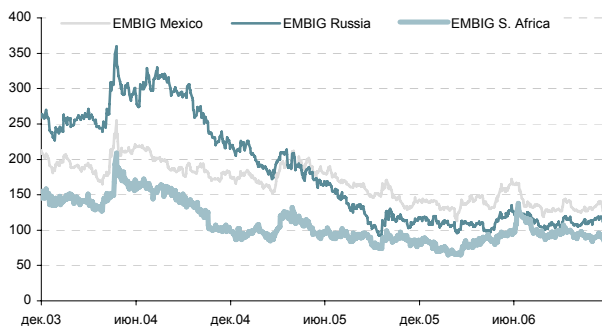
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



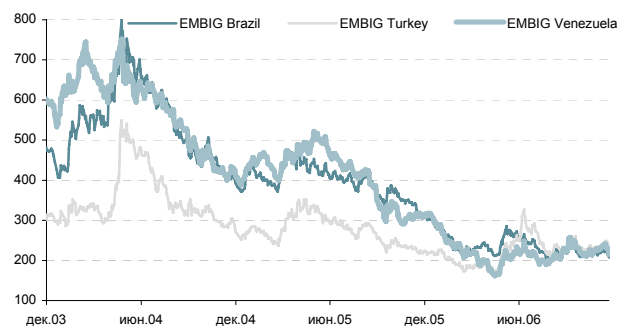
Источник: Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

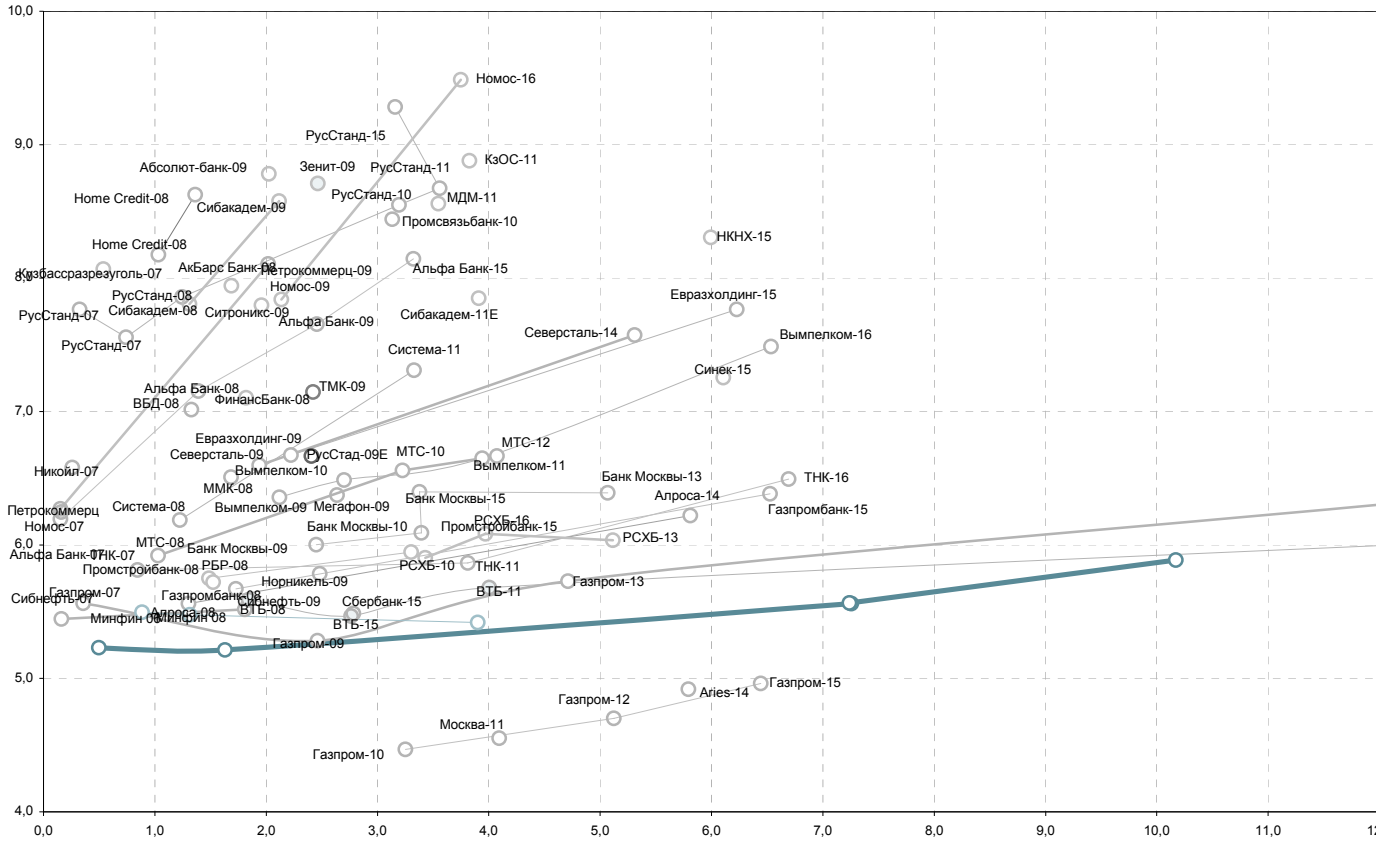
Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

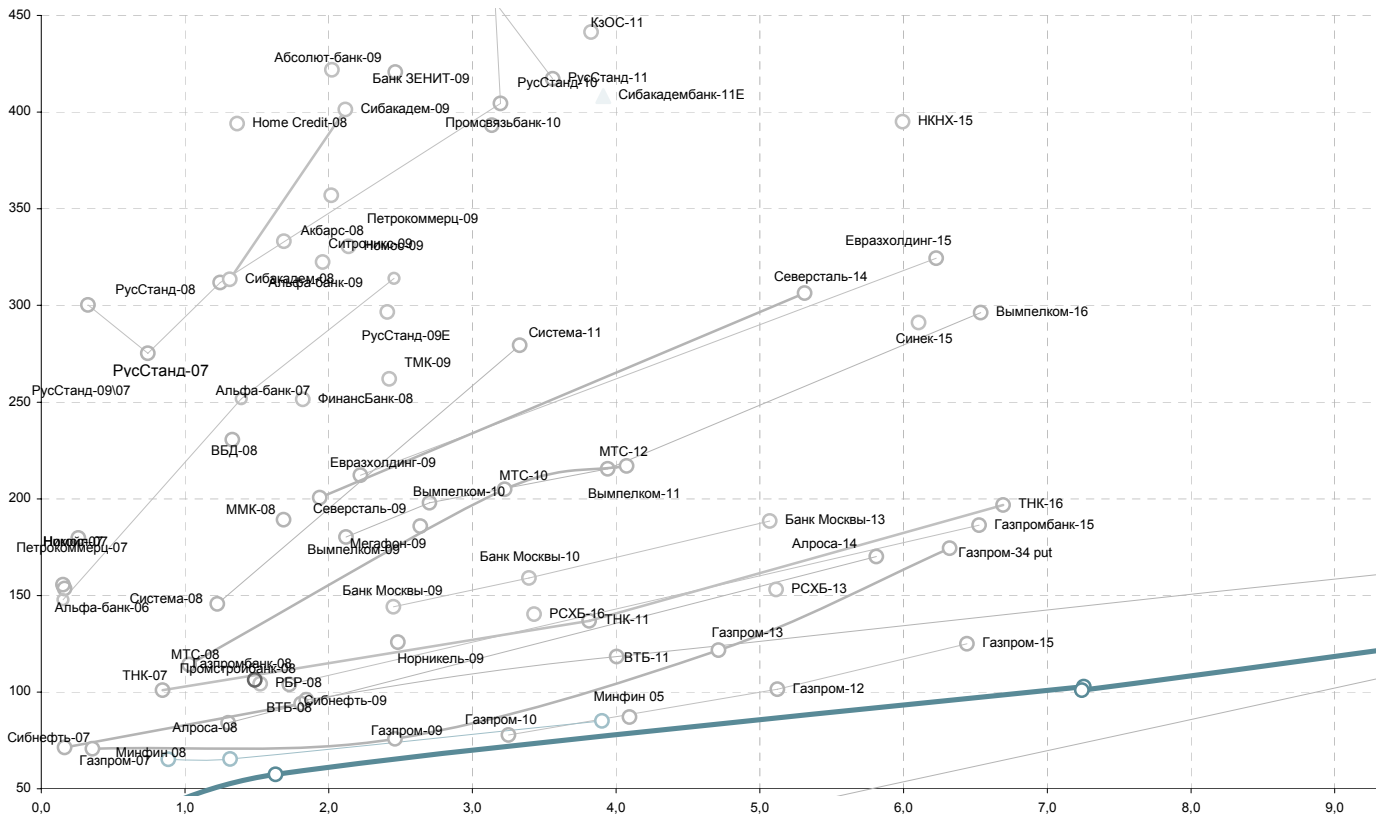
Приложение 2. Российский рынок еврооблигаций

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg



Котировки российских еврооблигаций

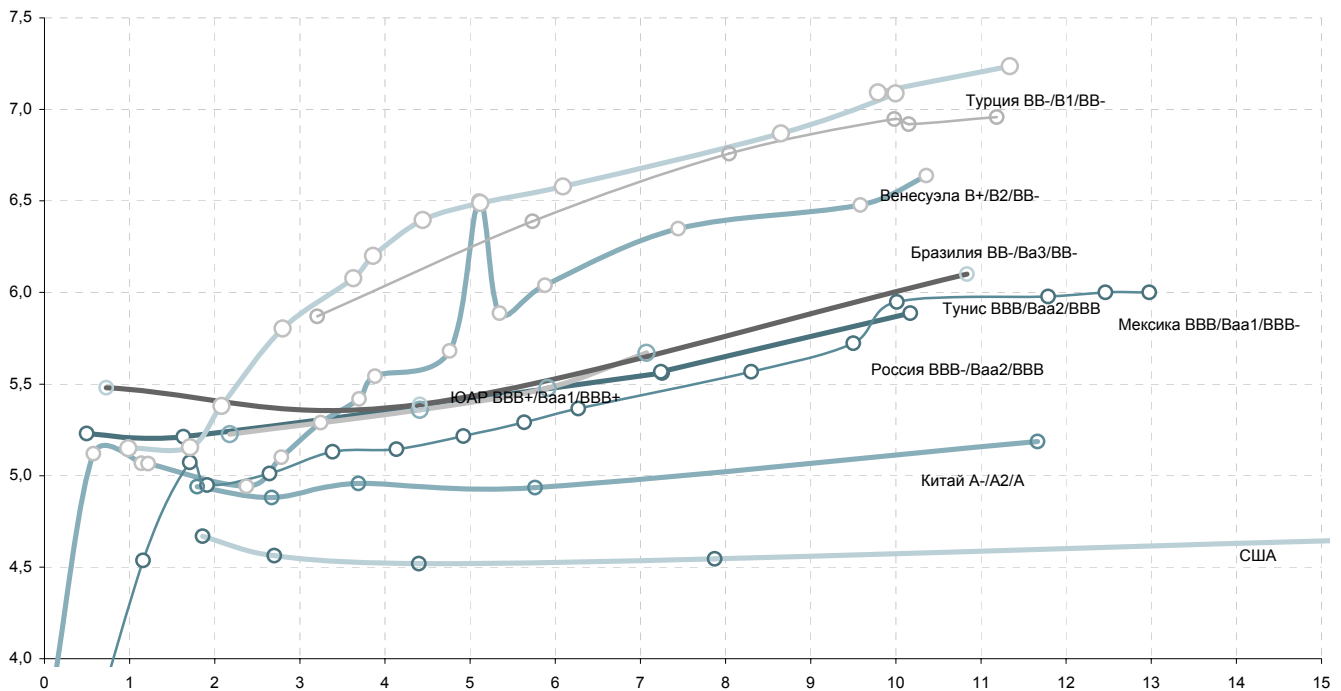
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	102,42	102,47	5,28	0,50	23
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,95	105,00	5,24	1,63	198
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	145,59	146,08	5,58	7,26	103
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	182,87	183,12	5,90	10,17	128
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	113,70	113,80	5,57	7,24	95
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	97,70	97,80	5,55	0,89	61
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	96,59	96,69	5,52	1,31	63
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	90,50	90,70	5,45	3,90	84
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	102,64	102,72	3,86	0,37	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	110,18	110,43	3,87	2,56	20
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	129,97	130,22	4,93	5,79	40
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa2/-/BBB+	107,69	108,04	4,59	4,09	89
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB	101,20	101,25	5,63	0,36	63
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB	113,33	113,63	5,34	2,46	77
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB/BBB-	111,25	111,35	4,48	3,25	79
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB	119,91	120,11	5,75	4,71	122
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	Baa1	105,71	106,16	4,99	6,44	129
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB /+ /BBB	105,87	105,99	6,52	8,36	196
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	Baa1/BBB/BBB-	129,81	129,94	6,32	12,15	167
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB+	100,91	100,95	5,57	0,16	63
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+	109,87	110,17	5,59	1,81	93
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BB+	104,27	104,44	5,91	0,84	96
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BB+	103,76	104,01	5,90	3,81	137
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BB+	106,85	107,10	6,51	6,69	197
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,94	104,10	6,00	1,03	111
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	105,81	106,06	6,59	3,23	205
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	105,45	105,70	6,69	4,07	217
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB+	108,06	108,31	6,41	2,12	180
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB+	103,99	104,24	6,53	2,70	197
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB+	106,79	107,04	6,68	3,94	216
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB+	104,84	105,09	7,51	6,54	296
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	B1/BB-	104,11	104,36	6,42	2,64	186
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/B+	104,91	105,11	6,26	1,23	143
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/B+	105,29	105,48	7,34	3,33	280
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	99,89	100,14	7,86	1,96	322
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	103,16	103,41	5,83	2,48	125
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB-	102,30	102,55	6,58	1,69	188
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,85	104,06	6,65	1,94	201
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	109,01	109,31	7,60	5,31	307
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,78	101,99	7,09	1,33	228
Alosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	103,18	103,38	5,64	1,30	82
Alosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	116,15	116,40	6,24	5,81	171
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,74	109,99	6,72	2,221	213
Evrzholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	102,82	103,07	7,78	6,228	324
TMK-09 \$	9/29/2009	300	8,500	(P)B2/B+/-	103,10	103,35	7,20	2,42	262
KazanOS-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	100,93	101,42	8,94	3,83	442
NKNH-15 \$	12/22/2015	200	8,500	B1/-/B+	100,97	101,22	8,32	5,99	378
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	100,37	100,51	8,19	0,537	316
SUEK-08 \$	10/24/2008	175	8,625	-/-/-	101,17	101,41	7,86	1,68	316
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB	102,56	102,81	7,27	6,105	273
Banks									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	-/BBB	101,87	102,12	6,57	2,78	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	102,29	102,39	5,62	1,84	95
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	107,33	107,58	5,71	4,01	119
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	102,15	102,40	6,77	2,76	95
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	102,61	102,86	6,05	13,07	140
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB+	102,59	102,76	5,72	1,73	103
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	100,51	100,76	6,40	6,53	186
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	99,66	99,91	8,84	2,02	421
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/B+	99,83	100,08	8,02	1,69	332
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,17	100,21	6,32	0,15	138
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB-/BB-	100,49	100,85	7,28	1,39	250
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba2/-/BB-	100,24	100,53	7,71	2,46	314
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B/B+	101,36	101,61	9,33	3,32	364
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	104,94	105,04	6,02	2,45	144
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	104,19	104,44	6,13	3,39	159
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	104,65	104,90	6,41	5,07	189
Bank of Moscow-15 \$	11/25/2015	300	7,500	Baa1/-/BBB-	103,54	103,79	7,62	3,38	189

ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,56	101,71	5,80	1,49	104
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,59	100,84	6,87	3,30	144
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B-/B+	104,06	104,44	8,61	3,55	408
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,39	100,44	6,38	0,16	143
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,53	100,88	7,92	2,14	330
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B	100,73	100,98	10,20	3,75	500
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/B+	100,55	100,59	6,66	0,26	170
ZENIT-09 \$	10/27/2009	200	8,750	-/-/B	99,73	100,08	8,78	2,46	421
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3/-/-	100,34	100,38	6,40	0,15	145
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,36	99,76	8,20	2,02	357
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B /*+/B+	100,72	100,97	8,48	3,14	394
Promsviaz-11 \$	10/20/2011	125	8,750	Ba3/B/B+	100,31	100,78	8,61	3,84	408
Promsviaz-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/CCC+/B-	102,13	102,56	9,07	4,16	455
RSHB-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/-/BBB	103,36	103,61	7,10	3,97	159
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	103,12	103,37	5,94	3,43	140
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	105,73	105,98	6,06	5,11	153
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,20	100,28	7,89	0,33	290
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	99,98	100,17	7,68	0,74	270
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,17	100,32	7,92	1,25	309
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,38	96,63	8,59	3,20	404
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	99,56	99,81	8,71	3,56	418
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	98,41	98,66	9,80	3,16	478
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	104,17	104,42	8,01	2,38	351
Sibacadembank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-/-/B	102,25	102,57	7,92	1,31	311

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Еврооблигации развивающихся рынков

Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

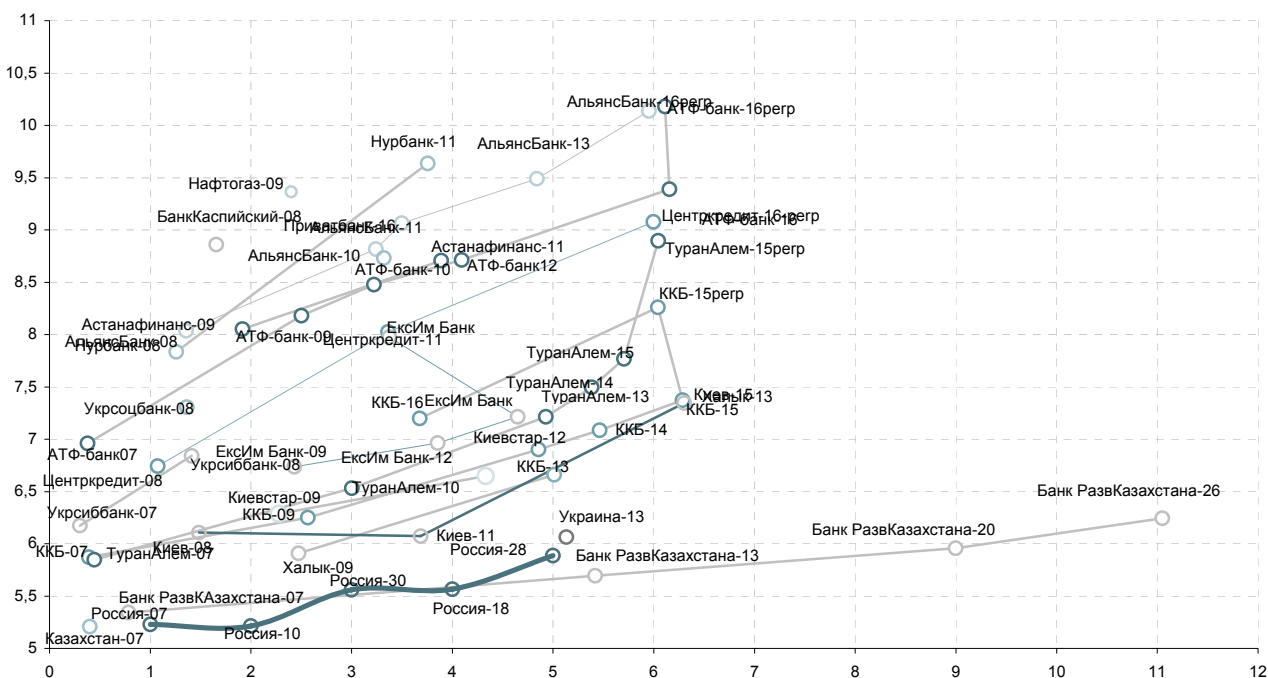
Котировки еврооблигаций развивающихся рынков

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid Price	Ask Price	YTM, %	Modified Duration
Brazil								
A-Bond	1/15/2018	4 509	8,00	BB/Ba2/-	111,47	111,72	6,50	5,11
Brazil-40	8/17/2040	5 157	11,00	BB/Ba2/BB	133,01	133,11	6,04	5,88
Turkey								
Turkey-30	1/15/2030	1 500	11,88	BB-/Ba3/BB-	153,60	153,99	7,09	10,00

Источник: Bloomberg

Приложение 4. Еврооблигации стран СНГ

Кривая доходности еврооблигаций стран СНГ



Источник: Bloomberg

Котировки еврооблигаций стран СНГ

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration
Kazakhstan								
Alliance Bank-08	6/27/2008	150	9,00	-/Ba2/BB-	101,06	101,36	8,036	1,36
Alliance Bank-10	11/22/2010	200	9,00	-/Ba2/BB-	100,29	100,59	8,818	3,24
Alliance Bank-11	4/20/2011	250	8,75	-/Ba2/BB-	98,50	98,87	9,063	3,50
Alliance Bank-13	9/25/2013	350	9,25	-/Ba2/BB-	98,30	98,80	9,489	4,84
Alliance Bank-16-perp	-	150	9,38	-/B1/-	94,94	95,44	10,727	5,95
Astana-finance-9	2/16/2009	125	7,63	-/Ba1/BB+	98,66	99,15	8,051	1,92
Astana-finance-11	11/16/2011	175	9,00	-/Ba1/BB+	100,67	101,15	8,705	3,89
ATF Bank-07	5/4/2007	100	8,50	B+/Ba1/BB-	100,46	100,56	6,961	0,38
ATF Bank-09	11/9/2009	200	8,88	B+/Ba1/BB-	101,26	101,75	8,179	2,50
ATF Bank-10	10/28/2010	200	8,13	B+/Ba1e/BB-	98,36	98,84	8,477	3,22
ATF Bank-12	4/12/2012	200	9,25	B+/Ba1/BB-	101,72	102,22	8,714	4,09
ATF Bank-16	5/11/2016	350	9,00	B+/Ba1/BB-	97,22	97,60	9,387	6,16
ATF Bank-16-perp	-	100	10,00	CCC+/Ba3e/-	98,37	98,87	11,033	6,11
Centercredit-08	2/14/2008	200	8,00	-/Ba1/BB-	101,10	101,37	6,742	1,07
Centercredit-11	2/2/2011	300	8,00	-/Ba1/BB-	99,50	99,90	8,025	3,36
Centercredit-16-perp	-	100	9,13	-/Ba3/-	99,77	100,27	10,041	6,00
Dev. Bank of Kazakhstan-07	10/10/2007	100	7,13	BBB/A2/BBB	101,28	101,40	5,344	0,78
Dev. Bank of Kazakhstan-13	11/12/2013	100	7,38	BBB/A2/BBB	108,99	109,49	5,694	5,42
Dev. Bank of Kazakhstan-20	6/3/2020	100	6,50	BBB/A2/BBB	104,47	104,97	5,958	9,00
Dev. Bank of Kazakhstan-26	3/23/2026	150	6,00	BBB/A2/BBB	96,77	97,27	6,245	11,05
Halyk Bank-09	10/7/2009	200	8,13	BB+/Baa1/BB+	105,16	105,66	5,907	2,47
Halyk Bank-13	5/13/2013	300	7,75	BB+/Baa1/BB+	105,31	105,61	6,66	5,01
Kazakhstan-07	5/11/2007	350	11,13	BBB/Baa2/BBB	102,24	102,34	5,209	0,40
KKB-07	5/8/2007	200	10,13	BB+/Baa1/BB+	101,54	101,64	5,873	0,39
KKB-09	11/3/2009	500	7,00	BB+/Baa1/BB+	101,64	101,94	6,251	2,57
KKB-11	3/23/2011	300	5,13	BB+/Baa1/BB+	98,63	98,91	5,41	3,61
KKB-13	4/16/2013	500	8,50	BB+/Baa1/BB+	107,59	108,09	6,901	4,86
KKB-14	4/7/2014	400	7,88	BB+/Baa1/BB+	103,93	104,42	7,087	5,46
KKB-15	11/3/2015	500	8,00	BB+/Baa1/BB+	103,52	104,02	7,373	6,29
KKB-15-perp	-	100	9,20	B/Baa3/B+	105,33	105,83	9,054	6,04
KKB-16	7/27/2016	200	8,63	BB-/Baa2/BB	105,01	105,51	8,453	3,68
Nurbank-08	4/28/2008	150	9,00	B/Ba3/-	101,15	101,47	7,835	1,26
Nurbank-11	10/17/2011	150	9,38	B/Ba3/-	98,55	98,99	9,635	3,76
Bank TuranAlem-07	5/29/2007	100	10,00	BB/Baa1/BB+	101,73	101,84	5,846	0,45
Bank TuranAlem-08	11/23/2008	200	7,02	BB/Baa1/BB+	100,50	100,75	6,599	0,20
Bank TuranAlem-10	6/2/2010	600	7,88	BB/Baa1/BB+	103,60	104,10	6,532	3,00
Bank TuranAlem-11E	9/27/2011	500	6,25	BB/Baa1/BB+	100,46	100,75	6,057	3,99
Bank TuranAlem-14	3/24/2014	400	8,00	BB/Baa1/BB+	102,47	102,78	7,494	5,38
Bank TuranAlem-15	2/10/2015	350	8,50	BB/Baa1/BB+	103,86	104,34	7,769	5,71
Bank TuranAlem-15-perp	-	400	8,25	B-/Baa3/B+	95,75	96,00	9,569	6,04

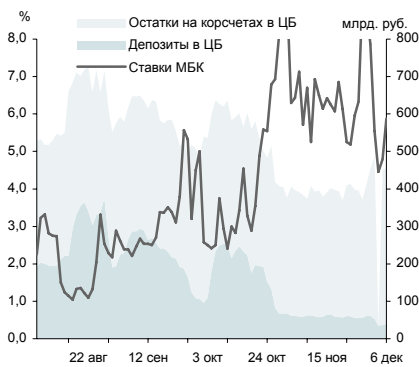


Bank Caspian-08 Ukraine	10/17/2008	150	7,88	-/Ba2/B+	97,93	98,34	8,86	1,66
Kyivstar-09	8/17/2009	266	10,38	BB-/B1/-	109,41	109,90	6,288	2,28
Kyivstar-12	4/27/2012	175	7,75	BB-/B1/-	104,40	104,90	6,648	4,33
Naftogaz-09	9/30/2009	500	8,13	-/Ba2/B+	96,59	96,99	9,365	2,40
Ukraine-13	6/11/2013	1 000	7,65	BB-/B1/BB-	108,02	108,40	6,065	5,13
Ukraine-15	10/13/2015	600	4,95	BB-/B1/BB-	96,58	96,83	5,408	6,90
Kiev-08	8/8/2008	150	8,75	BB-/B2/-	103,82	104,07	6,108	1,49
Kiev-11	7/15/2011	200	8,63	BB-/B2/-	109,66	110,08	6,072	3,69
Kiev-15	11/6/2015	250	8,00	BB-/B2/-	103,88	104,21	7,345	6,30
Ukrsibbank-07	4/5/2007	100	10,50	-/Ba2/BB-	101,19	101,27	6,175	0,30
Ukrsibbank-08	7/14/2008	125	8,95	-/Ba2/BB-	102,80	103,10	6,842	1,41
Exlm Bank-09	9/23/2009	250	7,75	-/Ba2/BB-	102,39	102,51	6,737	2,43
Exlm Bank-11	9/7/2011	350	7,65	-/Ba2/BB-	102,31	102,71	6,963	3,85
Exlm Bank-12	10/4/2012	250	6,80	-/Ba2/BB-	97,60	98,06	7,213	4,65
Exlm Bank-16	2/9/2016	95	8,40	-/Ba2/B	102,69	102,69	7,977	3,37
Ukrrotsfinance-8	6/6/2008	100	9,00	B/Ba3/B-	101,98	102,33	7,305	1,36
Privatbank	2/9/2016	150	8,75	-/Ba3/-	99,54	100,04	9,691	3,32

Источник: Bloomberg

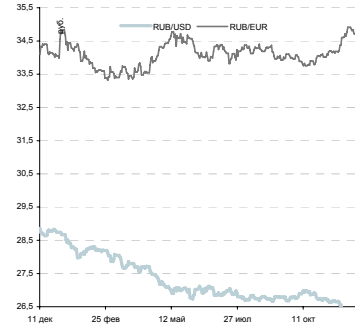
Приложение 5. Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



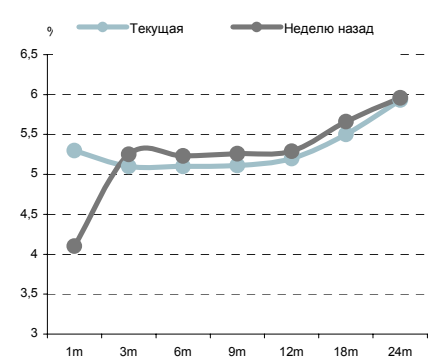
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса рубля к доллару и евро



Источник: Bloomberg

Кривая доходности NDF на курс руб/долл.

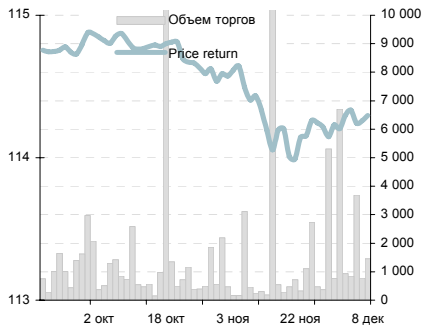


Источник: Reuters

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, % год	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			посл	ср взв		день	неделя
SU46001RMFS2	0,95	5,96	104,01	104,03	2,356	-0,0189	-0,112
SU25060RMFS3	2,24	6,15	99,53	99,53	0,588	-	0,018
SU46018RMFS6	8,56	6,52	111,81	111,98	2,238	0,293	0,266
SU46020RMFS2	12,75	6,79	102,88	102,86	2,155	0,071	0,403
МГор31-об	0,44	5,74	100,80	100,80	0,493	-	-1,2
МГор40-об	0,85	5,76	103,75	103,75	1,178	-	-0,05
МГор29-об	1,42	6,05	101,88	101,88	0,082	-3,82	-3,87
МГор38-об	3,34	6,52	112,60	112,60	4,521	0	0,12
МГор39-об	5,59	6,73	109,90	109,86	3,836	0,09	0,04
ВТБ - 5 об	0,39	5,79	100,20	100,20	0,730	-	-
РЖД-02обл	0,98	6,27	101,50	101,50	0,042	-	0,1
ГАЗПРОМ А6	2,42	6,75	100,80	100,72	2,285	0,01	-0,01
ФСК ЕЭС-02	3,04	7,23	103,55	103,54	3,707	-0,01	-0,02
РЖД-07обл	4,88	7,10	102,75	102,71	0,476	0,01	0,01

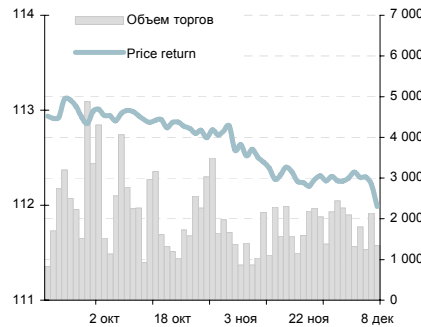
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI OFZ и объема торгов в сегменте



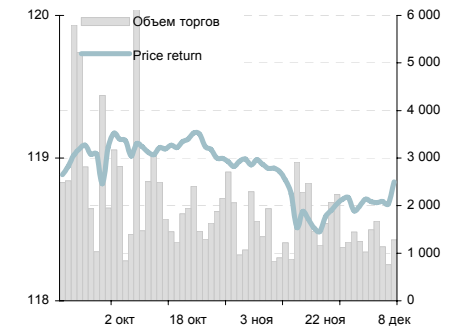
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETBI Muni и объема торгов в сегменте



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика индекса ZETBI Corp 10 и объема торгов в сегменте *



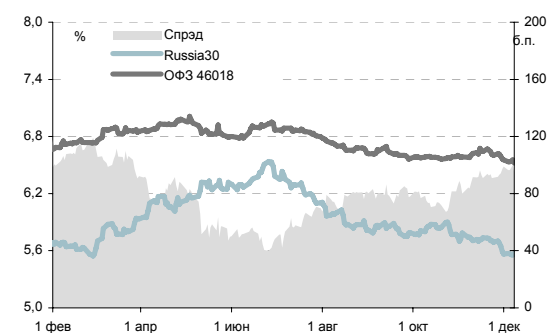
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Ближайшие первичные размещения

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор
12 дек	Алькор и Ко (Л'Этуаль)	1 500	МДМ-Банк
12 дек	АК Озна	500	ГК Регион
12 дек	Хлебозавод-28	75	БД Открытие
13 дек	ОФЗ 46018	6 000	Минфин
13 дек	НБ-Ретал	1 000	Промсвязьбанк
13 дек	ТД Русские масла	600	Русские фонды
14 дек	СЗТ-4	2 000	ИНГ Банк, Связь-банк
14 дек	Лукойл-3	8 000	АБН АМРО, Дрезднербан
14 дек	Лукойл -4	6 000	АБН АМРО, Дрезднербан
14 дек	Топ-книга-2	1 500	Траст
14 дек	ЖК Белый фрегат	1 000	Уралсиб

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика спреда ОФЗ 46018 и Russia 30



Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

* Объем торгов для ZETBI Corp 10 соответствует только входящим в индекс бумагам

Котировки российских облигаций

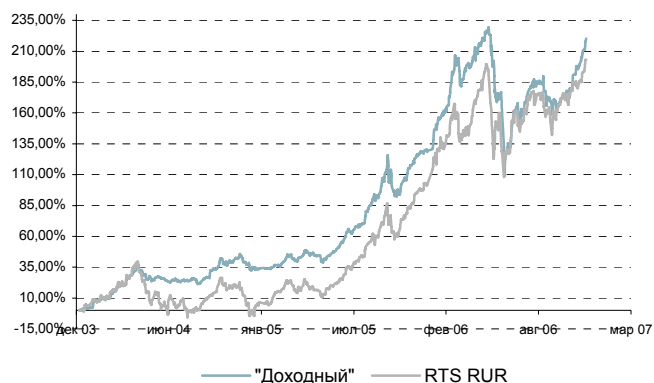
Инструмент	Дата купона	Ставка купона, год.	Дней до		Кол-во сделок	Сумма сделок, млн. руб.	Цена		Изм срвзв цены		Доходность по срвзв цене, % год		Дюрация, лет	
			погашения	оферты			посл	ср взв	НКД (%)	день	неделя	погашение		оферта
Государственные облигации														
SU27025RMFS4	13.12.2006	7,00	187		0	0,00	100,47	100,48	1,649	-	-0,02	5,22	0,51	
SU46001RMFS2	13.12.2006	10,00	642		6	118,61	104,01	104,03	2,356	-0,02	-0,11	5,96	0,95	
SU25058RMFS7	31.01.2007	6,30	509		1	0,13	100,80	100,80	0,639	0,13	0,08	5,82	1,34	
SU27026RMFS2	13.12.2006	7,50	824		0	0,00	101,25	101,25	1,767	-	0,00	6,13	2,10	
SU46003RMFS8	17.01.2007	10,00	1314		2	11,47	110,90	110,75	3,890	-	-0,01	6,22	2,67	
SU25057RMFS9	24.01.2007	7,40	1139		17	475,51	103,80	103,77	0,892	0,08	0,12	6,20	2,80	
SU25059RMFS5	24.01.2007	6,10	1503		10	168,41	99,80	99,78	0,735	-0,11	0,10	6,31	3,65	
SU46002RMFS0	14.02.2007	9,00	2070		17	218,36	110,00	109,79	2,811	-0,01	0,04	6,33	4,03	
SU46014RMFS5	14.03.2007	9,00	4282		1	11,16	109,45	109,45	2,121	0,06	0,29	6,42	5,41	
SU26198RMFS0	04.11.2007	6,00	2156		5	61,99	97,85	97,83	0,559	0,08	-0,02	6,45	5,11	
SU46017RMFS8	14.02.2007	8,50	3526		7	23,55	106,50	106,50	0,536	0,07	0,19	6,51	6,68	
SU46018RMFS6	13.12.2006	9,50	5465		18	300,74	111,81	111,98	2,238	0,29	0,27	6,52	8,56	
SU46020RMFS2	14.02.2007	6,90	10652		4	34,66	102,88	102,86	2,155	0,07	0,40	6,79	12,75	
Субфедеральные облигации														
МГор27-об	20.12.2006	15,00	12		0	0,00	100,50	100,50	3,247	-	0,00	5,68	0,05	
МГор31-об	20.02.2007	10,00	163		0	0,00	100,80	100,80	0,493	-	-1,20	5,74	0,44	
МГор42-об	13.02.2007	10,00	248		0	0,00	105,20	105,20	0,685	-	-	4,22	0,88	
МГор40-об	26.01.2007	10,00	322		0	0,00	103,75	103,75	1,178	-	-0,05	5,76	0,85	
МГор43-об	17.02.2007	10,00	526		0	0,00	107,00	107,13	0,575	-	-0,87	4,97	1,37	
МГор29-об	05.06.2007	10,00	545		1	1,02	101,88	101,88	0,082	-3,82	-3,87	6,05	1,42	
МГор41-об	30.01.2007	10,00	1330		0	0,00	107,85	107,95	3,589	-	-0,10	6,58	3,08	
МГор38-об	26.12.2006	10,00	1479		1	0,00	112,60	112,60	4,521	0,00	0,12	6,52	3,34	
МГор39-об	21.01.2007	10,00	2782		3	4,55	109,90	109,86	3,836	0,09	0,04	6,73	5,59	
МГор44-об	24.12.2006	10,00	3120		3	0,36	109,90	109,90	4,576	0,12	0,14	6,73	6,05	
Башкорт4об	15.03.2007	8,02	279		0	0,00	100,60	100,60	1,868	-	-0,09	7,32	0,75	
ИркОбл-а01	19.01.2007	10,50	226		1	0,37	101,22	101,22	4,057	-	-0,27	8,16	0,59	
ИркОбл31-1	21.12.2006	9,50	1105		0	0,00	101,25	101,46	2,030	-	-0,22	8,27	1,42	
ИркОбл31-2	25.04.2007	8,00	685		0	0,00	100,00	100,00	0,964	-	0,00	7,98	1,09	
ИркОбл31-3	28.03.2007	7,75	1447		7	14,36	99,10	99,15	1,953	-	-0,07	8,16	1,93	
КОМИ 5в об	24.12.2006	14,00	381		4	43,63	106,10	106,11	2,877	0,06	-0,04	7,10	0,97	
КОМИ 6в об	14.04.2007	13,50	1406		1	0,24	116,20	116,20	2,034	0,15	0,07	7,26	3,16	
КОМИ 7в об	23.05.2007	10,00	2541		1	0,47	104,94	104,94	0,411	-3,22	-3,64	8,20	4,98	
КировОбл 1	22.12.2006	8,39	745		1	1,02	100,56	100,56	1,770	-	-0,04	8,05	0,99	
КраснодКр	15.05.2007	10,00	158		0	0,00	101,17	101,13	0,658	-	-0,35	7,29	0,44	
Мос. обл. 3в	18.02.2007	11,00	254		2	32,08	103,62	103,62	3,315	-	0,13	5,68	0,67	
Мос. обл. 4в	23.01.2007	11,00	865		2	258,53	109,40	109,40	1,356	-	-0,20	6,85	2,11	
Мос. обл. 5в	03.04.2007	10,00	1208		9	27,86	107,12	107,18	1,808	-0,11	-0,07	6,86	2,21	
Мос. обл. 6в	24.04.2007	9,00	1593		14	256,28	107,60	107,65	1,110	-0,02	0,08	7,06	3,70	
Томск. об-2	13.04.2007	10,00	309		3	0,32	101,04	101,02	1,534	-	-1,78	8,89	0,82	
Томск. об-3	09.05.2007	8,00	1067		0	0,00	99,50	99,50	0,636	-	0,00	7,58	2,24	
Томск 1	22.02.2007	12,00	349		2	2,58	102,50	102,48	0,493	-	-0,54	9,59	0,91	
Уфа-2004об	05.06.2007	10,03	543		2	0,67	103,47	103,45	0,082	0,00	-0,10	7,67	1,42	
ХантМан5об	28.05.2007	12,00	536		0	0,00	108,04	108,02	0,395	-	0,00	6,38	1,41	
Якут-10 об	19.12.2006	12,00	557		1	0,48	105,97	105,97	2,630	-2,03	-2,73	8,04	1,39	
Якут-05 об	19.01.2007	8,00	134		0	0,00	100,40	100,06	1,096	-	-0,31	8,05	0,36	
ЯрОбл-02	02.01.2007	12,78	207		0	0,00	102,55	102,89	2,311	-	0,75	7,75	0,55	
ЯрОбл-05	29.12.2006	8,25	753		6	52,75	99,95	99,75	3,662	-	0,04	7,93	1,88	
ЯрОбл-04	25.05.2007	10,50	900		1	0,24	106,90	106,90	0,432	0,03	-0,27	7,33	2,24	
ЯрОбл-06	24.04.2007	8,50	1593		1	2,15	98,72	98,72	1,048	-	0,13	8,11	2,86	
Корпоративные облигации														
АВТОВА3 об	14.02.2007	9,20	614		0	0,00	100,15	100,15	2,873	-	-0,04	-	8,16	0,19
АВТОВА3об3	26.12.2006	7,80	1292		1	10,33	99,75	99,75	3,505	-	-0,15	-	8,43	0,53
Балтимор03	17.05.2007	11,25	524		3	30,18	99,98	99,96	0,678	0,11	-0,07	-	11,27	0,44
ВБД ПП 2об	20.12.2006	9,00	1468		1	2,03	103,10	103,10	4,192	-	0,00	8,24	3,34	
ВлгТлкВТ-2	05.06.2007	8,20	1453		1	0,00	100,85	100,85	0,067	-	-1,27	-	7,86	1,88
ВлгТлкВТ-3	05.06.2007	8,50	1453		4	108,49	102,40	102,07	0,070	-0,34	-0,12	7,85	2,69	
ВТБ - 4 об	22.03.2007	6,50	832		0	0,00	100,15	100,15	1,389	-	0,00	-	5,97	0,33
ВТБ - 5 об	25.01.2007	6,20	2505		0	0,00	100,20	100,20	0,730	-	-	-	5,79	0,39
ГАЗПРОМ А3	18.01.2007	8,11	41		1	0,00	100,35	100,35	3,089	0,00	0,05	4,83	0,11	
ГАЗПРОМ А4	14.02.2007	8,22	1160		4	86,61	104,40	104,40	2,567	0,05	-0,01	6,77	2,80	
ГАЗПРОМ А5	10.04.2007	7,58	305		0	0,00	101,25	101,25	1,225	-	-0,05	6,11	0,82	
ГАЗПРОМ А6	08.02.2007	6,95	972		7	21,96	100,80	100,72	2,285	0,01	-0,01	6,75	2,42	
ГлМосСтр-2	22.03.2007	11,50	1560		6	30,69	100,86	100,86	2,458	-	-0,38	-	10,55	0,76
ГидроОГК-1	03.01.2007	8,10	1664		7	45,00	103,15	103,10	3,462	0,08	0,05	7,42	3,79	
Диксифин-1	22.03.2007	9,25	1560		0	0,00	94,00	94,00	1,977	-	-1,00	11,34	3,54	
Зенит 1обл	24.03.2007	8,00	106		0	0,00	100,10	100,10	1,688	-	0,00	7,56	0,31	
Зенит 2обл	15.02.2007	8,39	801		3	42,34	99,80	99,80	2,620	-	0,00	8,66	2,00	
Камаз-Фин2	23.03.2007	8,45	1379		0	0,00	100,00	100,00	1,783	-	0,00	-	8,62	1,69
КрВост-Инв	25.02.2007	11,50	79		1	0,00	100,10	100,10	3,277	-	-0,22	10,68	0,22	
КристалФ-1	08.02.2007	12,00	62		0	0,00	100,50	100,50	3,945	-	0,00	9,27	0,21	

Инструмент	Дата купона	Ставка купона, год.	Дней до		Кол-во сделок	Сумма сделок, млн. руб.	Цена		НКД (%)	Изм срвзв цены		Доходность по срвзв цене, % год		Дюрация, лет
			погашения	оферты			посл	ср взв		день	неделя	погашение	оферта	
КуйбАзот-2	09.03.2007	8,80	1552	0	1	0,85	100,30	100,30	2,194	-	-0,06	8,90		3,55
Кокс 01	18.01.2007	8,95	951	0	2	31,33	100,99	100,99	3,457	-	0,11	8,69		2,31
Лукойл2обл	22.05.2007	7,25	1075	347	2	21,83	101,00	101,00	0,338	-	-0,12	6,99	6,24	2,70
МаирИнв-01	02.01.2007	12,30	116	0	0	0,00	100,01	100,01	2,224	-	-0,05	12,82		0,31
МагнитФ 01	23.05.2007	9,34	712	0	0	0,00	101,92	101,92	0,409	-	0,02	8,42		1,83
МартаФин 1	24.05.2007	14,84	531	0	5	10,63	101,30	100,99	0,610	-0,25	-0,81	14,54		1,35
Максиг 01	15.03.2007	11,25	825	279	0	0,00	97,00	97,03	2,620	-	0,03	-	16,01	0,74
МегаФон2об	11.04.2007	9,28	124	0	0	0,00	101,05	101,05	1,475	-	0,00	6,23		0,36
МегаФон3об	17.04.2007	9,25	494	0	0	0,00	102,70	102,70	1,318	-	0,15	7,24		1,29
Мечел ТД-1	15.12.2006	5,50	917	0	0	0,00	93,15	93,10	2,637	-	0,00	8,79		2,32
Мечел 2об	20.12.2006	8,40	2378	1286	5	70,45	101,09	101,05	3,912	0,02	0,13	-	8,21	3,01
Миракс 01	20.02.2007	11,50	620	0	11	5,22	101,05	101,05	3,403	0,29	0,30	10,48		1,54
МСельПром1	15.12.2006	13,00	735	189	0	0,00	100,09	100,20	6,233	-	-0,32	-	12,97	0,49
НГК ИТЕРА	07.06.2007	9,75	364	0	1	0,02	101,11	101,11	0,027	0,01	-0,08	8,75		0,97
НКНХ-03 об	02.03.2007	8,00	267	0	1	1,42	100,00	100,00	0,154	-	-	8,24		0,47
НКНХ-04 об	02.04.2007	9,99	1935	843	2	26,84	104,40	104,40	1,834	-	-0,15	-	8,01	2,09
НЭФИС-01	22.04.2007	10,50	135	0	7	20,60	100,00	100,21	1,381	0,01	0,21	9,78		0,37
ОМК 1 об	07.06.2007	9,20	552	0	1	0,00	101,71	101,71	0,025	-	0,11	8,13		1,45
ОСТ-2об	10.05.2007	12,90	517	153	6	9,51	94,00	94,00	1,025	-0,16	-1,56	-	28,64	0,42
ПИК-5об	20.02.2007	10,20	529	165	11	27,37	99,65	99,65	0,475	0,05	-0,09	-	11,45	0,45
ПЭФ-Союз-1	05.04.2007	10,00	305	0	13	0,58	99,00	99,00	1,753	-0,08	-1,00	11,56		0,81
ПятерочкаФ	16.05.2007	11,45	1251	0	0	0,00	109,40	109,40	0,722	-	-0,22	8,41		2,94
ПятерочФ 2	19.12.2006	9,30	1467	0	1	0,75	103,75	103,75	4,357	0,05	-0,04	8,35		3,32
РазгуляйФ1	05.04.2007	11,50	664	118	0	0,00	99,90	99,81	2,016	-	-0,22	-	11,87	0,33
РЖД-02обл	06.06.2007	7,75	362	0	0	0,00	101,50	101,50	0,042	-	0,10	6,27		0,98
РЖД-03обл	06.06.2007	8,33	1090	0	1	25,66	103,95	103,95	0,046	-	0,05	6,96		2,71
РЖД-06обл	16.05.2007	7,35	1433	0	16	218,22	101,51	101,51	0,463	0,01	-0,04	7,02		3,47
РЖД-07обл	16.05.2007	7,55	2161	0	13	98,56	102,75	102,71	0,476	0,01	0,01	7,10		4,88
РоссельБ 2	21.02.2007	7,85	1531	0	7	108,04	101,75	101,82	0,344	0,12	0,10	7,55		3,61
РусАлФ-2в	20.05.2007	8,00	163	0	0	0,00	99,99	99,99	0,395	-	0,00	8,02		0,49
РусСтанд-3	21.02.2007	8,40	257	0	0	0,00	99,97	99,97	2,462	-	-0,13	8,59		0,69
РусСтанд-4	03.03.2007	8,25	451	0	0	0,00	99,55	99,57	2,215	-	-0,09	8,79		1,18
РусСтанд-5	15.03.2007	7,60	1371	97	0	0,00	99,90	99,90	1,770	-	-	-	7,80	0,45
Слвстекло	27.03.2007	11,60	473	0	0	0,00	102,80	102,80	2,320	-	-0,04	9,47		1,23
САНОС-02об	15.05.2007	10,00	1068	340	2	0,20	105,35	105,35	0,658	-	0,00	8,07	4,12	2,60
СатурнНПО	24.03.2007	9,00	471	106	5	9,89	100,03	100,03	1,899	0,13	0,01	-	8,73	0,29
СевСталь-1	28.12.2006	8,10	202	0	0	0,00	100,80	100,80	3,595	-	-	6,84		0,59
СевСтАвто	25.01.2007	11,25	1140	48	0	0,00	100,70	100,70	4,130	-	0,10	-	5,76	0,13
СЗТелек2об	03.01.2007	7,50	299	0	1	1,92	100,01	100,01	1,336	-	-0,01	7,69		0,59
СЗТелек3об	01.03.2007	9,25	1539	447	0	0,00	102,40	102,46	0,203	-	-	-	7,34	1,18
СибТлк-4об	04.01.2007	12,50	209	0	1	0,65	102,95	102,95	5,308	-0,15	-0,05	7,25		0,54
СибТлк-5об	27.04.2007	9,20	504	0	1	1,03	101,95	101,95	1,059	-0,02	0,00	7,82		1,32
СибТлк-6об	22.03.2007	7,85	1378	650	0	0,00	100,15	100,15	1,678	-	-0,22	-	7,90	1,68
СибЦем 01	14.12.2006	9,70	552	188	0	0,00	100,10	100,10	4,677	-	-0,05	-	9,72	0,50
СлавИнв 02	30.04.2007	10,00	689	143	0	0,00	99,70	99,70	1,068	-	-0,01	-	10,68	0,39
СУ-155 1об	28.12.2006	10,50	112	0	0	0,00	100,25	100,25	2,042	-	-0,10	10,02		0,31
Татэнерго1	15.03.2007	9,65	461	0	2	31,27	101,78	101,78	2,247	-	0,02	8,29		1,20
ТМК-02 обл	27.03.2007	10,09	837	109	4	62,79	100,98	100,85	2,018	-0,10	-0,09	-	7,04	0,30
ТМК-03 обл	20.02.2007	7,95	1530	438	5	1,39	100,45	100,45	2,352	-0,71	-0,58	-	7,68	1,14
УралВагЗФ	03.04.2007	9,40	662	0	5	17,61	100,40	100,40	1,700	0,06	0,05	9,35		1,68
УралСвзИн4	03.05.2007	9,99	328	0	2	3,10	102,25	102,25	0,985	0,04	-0,06	7,48		0,88
УралСвзИн5	19.04.2007	9,19	496	0	2	1,00	101,90	101,90	1,259	0,00	-0,20	7,82		1,30
УрСИ сер06	24.05.2007	8,20	1805	713	1	0,00	100,70	100,70	0,337	-	0,05	-	7,96	1,84
УрСИ сер07	20.03.2007	8,40	1922	830	1	0,51	101,10	101,10	1,841	0,00	-0,09	-	8,01	2,08
ФСК ЕЭС-01	19.12.2006	8,80	375	0	2	58,46	102,10	102,10	4,123	-	0,00	6,79		0,99
ФСК ЕЭС-02	26.12.2006	8,25	1292	0	9	115,78	103,55	103,54	3,707	-0,01	-0,02	7,23		3,04
ФСК ЕЭС-03	15.12.2006	7,10	735	0	241	152,08	100,09	100,11	3,404	-	0,05	7,16		1,85
ХКФ Банк-1	17.04.2007	1,00	312	0	0	0,00	100,00	100,00	0,142	-	-	-		0,00
ХКФ Банк-2	15.05.2007	8,50	1250	158	0	0,00	99,50	99,50	0,559	-	-0,25	-	9,64	0,44
ХКФ Банк-3	21.12.2006	8,25	1378	104	1	2,78	99,70	99,70	1,763	-	-0,10	-	9,65	0,28
ЦентрТел-4	18.02.2007	13,80	987	0	4	2,26	114,20	114,12	4,197	-	0,06	8,04		2,29
ЦентрТел-5	06.03.2007	8,09	1726	634	0	0,00	100,34	100,25	2,083	-	0,05	-	8,08	1,63
ЦУН 01 обл	26.04.2007	11,75	1231	503	2	0,31	100,00	100,00	1,384	0,27	0,00	-	11,62	1,25
ЦУН 02 обл	24.01.2007	11,69	1139	593	0	0,00	99,90	99,90	4,324	-	-0,10	-	11,61	1,48
ЮТК-02 об.	07.02.2007	10,50	61	0	0	0,00	100,38	100,31	3,481	-	0,03	8,36		0,17
ЮТК-03 об.	09.04.2007	10,90	1037	305	5	27,24	102,08	102,13	1,822	0,04	0,02	-	8,35	0,81
ЮТК-04 об.	13.12.2006	10,50	1097	0	0	0,00	103,15	103,15	2,474	-	-0,01	8,30		1,60

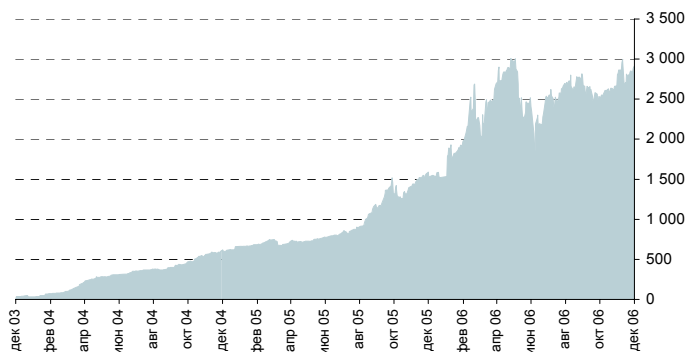
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Приложение 7. ОФБУ Банка ЗЕНИТ

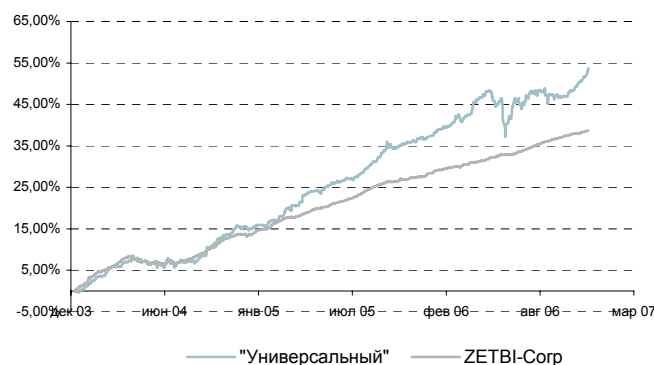
ОФБУ "Доходный"



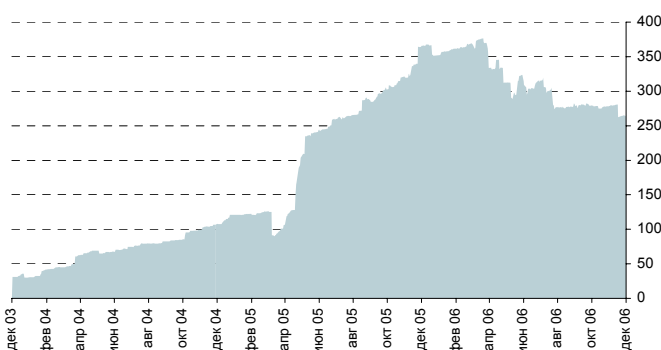
Стоимость чистых активов фонда "Доходный" млн. руб.



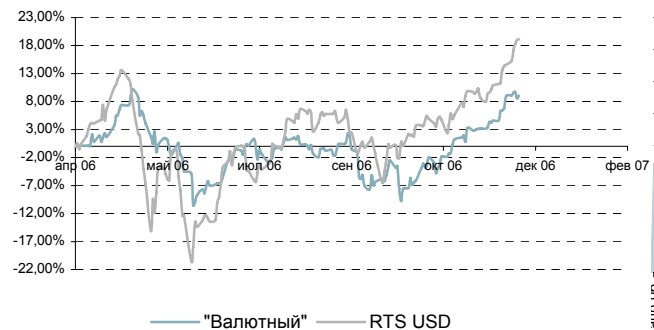
ОФБУ "Универсальный"



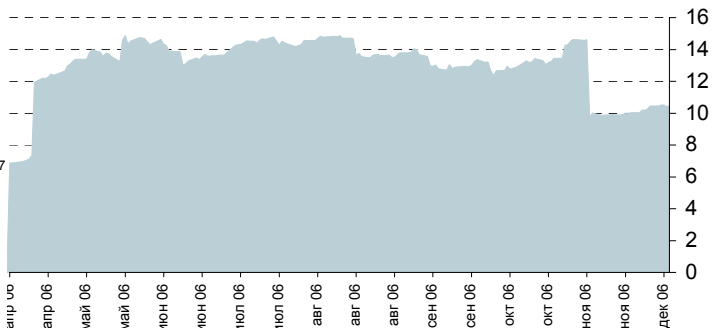
Стоимость чистых активов фонда "Универсальный" млн. руб.



ОФБУ "Валютный"



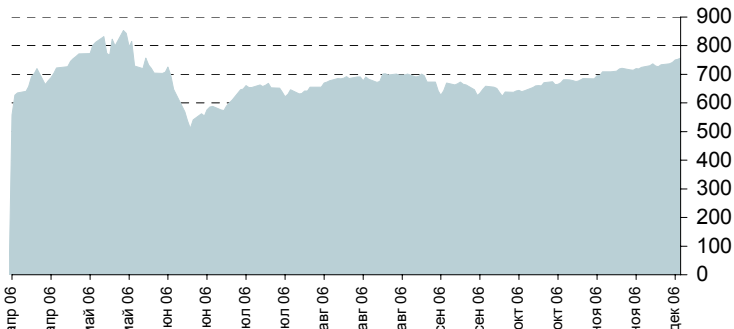
Стоимость чистых активов фонда "Валютный" млн. дол.



ОФБУ "Перспективный"

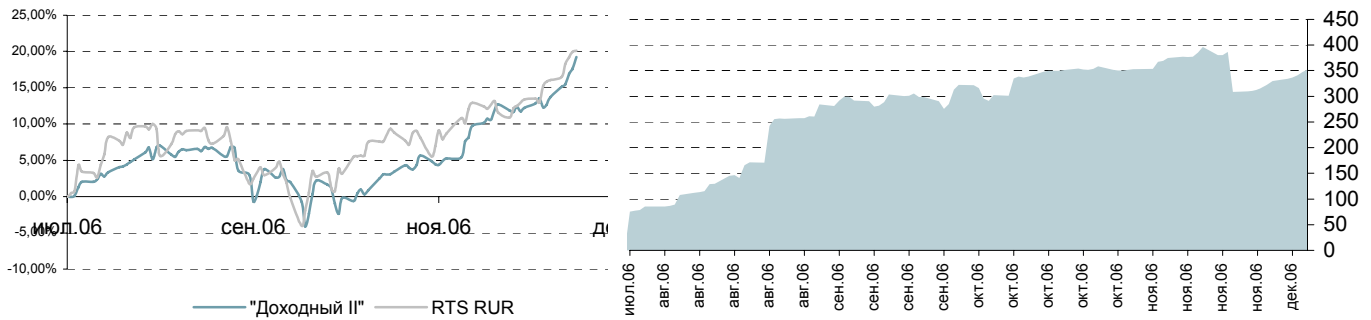


Стоимость чистых активов фонда "Перспективный" млн. руб.



ОФБУ "Доходный II"

Стоимость чистых активов фонда "Доходный II" млн. руб.



Изменение стоимости пая

Фонд (ОФБУ)	Стратегия	С начала работы Фонда*	С начала года**	1 день	1 мес.	6 мес.**	1 год.**	Доля риска в цене, %	Коэффициент Шарпа **
Доходный	Агрессивная	220,36%	39,60%	0,75%	14,28%	20,11%	47,26%	36,25	1,83
Универсальный	Консервативная	53,70%	12,10%	0,45%	3,58%	6,67%	13,07%	12,72	0,86
Перспективный	Фонд производных инструментов	-2,01%	-	0,71%	10,98%	6,92%	-	10,34	-
Валютный	Агрессивная	9,07%	-	0,42%	7,31%	11,32%	-	4,48	-
Доходный II	Агрессивная	19,24%	-	1,37%	13,17%	-	-	4,53	-
RTS USD ***	Индекс РТС	243,03%	64,42%	0,10%	10,49%	35,97%	82,38%	42,09	1,76
RTS RUR***	Индекс РТС рубли	203,20%	49,58%	0,13%	8,38%	32,59%	66,01%	39,38	1,72
ZETBI-Corp	Индекс облигаций	38,68%	8,12%	0,03%	0,53%	4,42%	9,09%	9,14	0,64

(*) Начало работы ОФБУ "Доходный" и "Универсальный" - 08.12.2003

Начало работы ОФБУ "Валютный" и "Перспективный" - 11.04.2006

Начало работы ОФБУ "Доходный II" - 24.07.2007

(**) Если в ячейке стоит "-", значит недостаточно статистических данных

(***) Для сравнения с рублевыми фондами используется индекс RTS RUR, для сравнения с валютным фондом - RTS USD

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Еврооблигации	Полина Бардаева	p.bardaeva@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.