

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежедневный Обзор

Содержание:

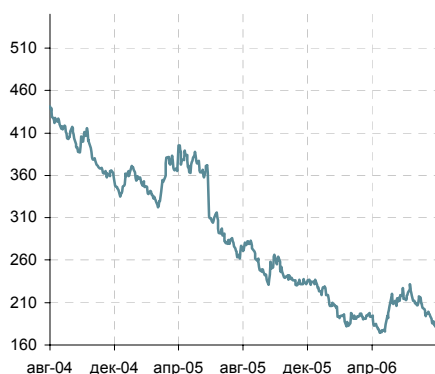
Мировые рынки	3
Российский долговой рынок	5
Кредитный комментарий	6
Приложение	9

Предположения регулятора начинают оправдываться, и если потребительская инфляция не доставит больших неприятностей, есть основания полагать, что сделанная в августе пауза может трансформироваться в полное прекращение цикла повышений ФРС. (Подробнее стр. 3 ↗)

Если сегодняшние цифры по CPI в США не преподнесут никаких неприятных сюрпризов, очередное снижение потенциально сохраняющейся угрозы со стороны внешней конъюнктуры, в придачу к уже имеющимся ожиданиям укрепления рубля и избыточной денежной ликвидности должно добавить оптимизма инвесторам в рублевый долг. (Подробнее стр.5)

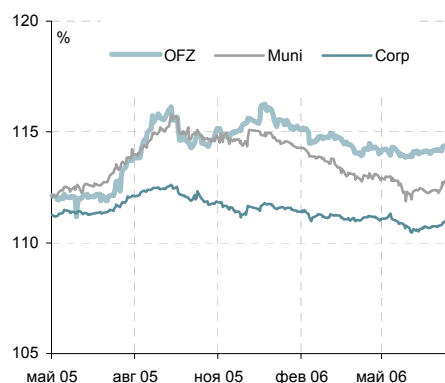
Кредитный комментарий: Сан-Интербрю, Никосхим-инвест.

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

www.zenit.ru

НОВОСТИ

ООО «Самарский резервуарный завод – Финанс» утвердило решение о выпуске облигаций объемом 600 млн. руб. /Rusbonds/

Совет директоров ОАО «Протон-ПМ» (выпускает двигатели к первой ступени ракетносителя «Протон», контролируется ФГУП «ГКНПЦ имени М.В. Хруничева») принял решение о выпуске облигаций на сумму 500 млн. руб. /Cbonds/

ООО «Бразерс и Компания», представляющее в России сеть ресторанов «Сбарро», планирует размещать трехлетние облигации на сумму 500 млн. руб. /Cbonds/

Банк России зарегистрировал выпуск облигаций серии 01 КБ «Центр-инвест» объемом 1.5 млрд. руб. /Cbonds/

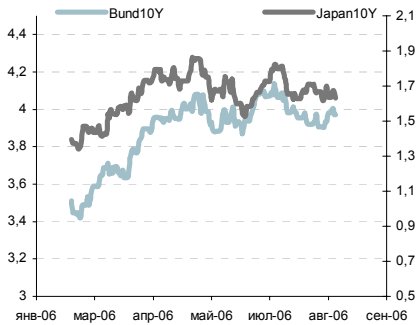
Центртелеком планирует проводить аукцион по размещению облигаций пятого выпуска объемом 3 млрд. руб. 5 сентября. /Прайм-ТАСС/

Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	8/15/2006	4,94	-7	-15	94
UST 10 yr	8/15/2006	4,93	-7	-13	72
UST 30 yr	8/15/2006	5,05	-6	-7	63
Bund 2 yr	8/14/2006	3,64	3	12	144
Bund 10 yr	8/14/2006	4,01	3	2	77
Bund 30 yr	8/14/2006	4,25	2	-1	53
Fed Fund	8/14/2006	5,25	0	0	175
Libor 1 mo	8/14/2006	5,33	0	-3,9	175
Libor 6 mo	8/14/2006	5,50	2	-6,5	149
Libor 12 mo	8/14/2006	5,55	2	-9	130
S&P 500	8/16/2006	1285,58	1,37%	3,99%	5,43%
Nasdaq Composite	8/16/2006	2115,01	2,22%	3,81%	-1,03%
RTS	8/15/2006	1644,16	-0,45%	10,75%	96,61%
EURUSD	8/16/2006	1,2785	0,00%	2,12%	3,40%
USDJPY	8/16/2006	116,03	-0,05%	-1,03%	5,94%
USDRUB	8/16/2006	26,78	-0,01%	-0,85%	-5,89%
EURRUB	8/16/2006	34,24	0,00%	1,23%	-2,70%
Brent 1m Future	8/16/2006	73,83	0,04%	-4,45%	12,87%
Gold	8/16/2006	624,75	-0,01%	-5,93%	40,03%

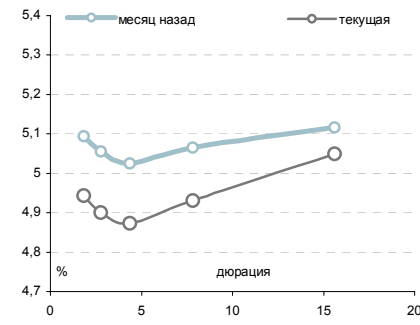
Источник: Bloomberg

Динамика доходности 10Y немецких и японских облигаций



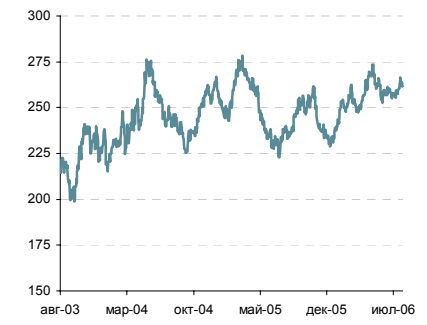
Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спрэд между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp				YTM
			day	week	month	year	
Russia-30*	8/15/2006	109,99%	44	9	267	-231	5,98
UMS-31*	8/14/2006	123,73%	8	204	434	-107	6,39
Turkey-30*	8/15/2006	148,14%	17	-41	998	647	7,48
Venezuela-27*	8/14/2006	123,49%	-22	-119	351	1681	7,09
EMBIG	8/15/2006	188	6	2	-9	-49	-
EMBIG Russia	8/15/2006	106	4	1	-7	-12	-
EMBIG Brazil	8/15/2006	209	4	2	-13	-99	-
EMBIG Mexico	8/15/2006	124	5	-8	-11	-19	-
EMBIG Turkey	8/15/2006	223	8	4	-17	0	-
EMBIG Venezuela	8/15/2006	201	9	11	2	-112	-

* - Указаны котировки

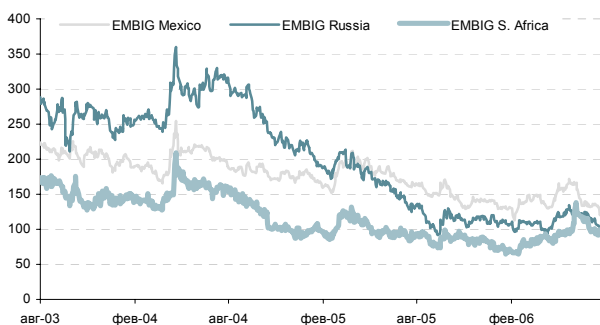
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



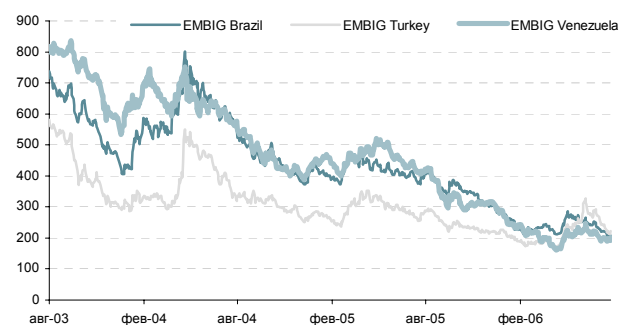
Источник: Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

Рынок еврооблигаций

Динамика базовых активов

Вышедшие данные вызвали ралли на рынке казначейских бумаг. Индекс цен производителей вырос лишь на 0.1% (прогноз 0.4%), а базовая составляющая впервые с октября 2005 года снизилась на 0.3% (прогноз 0.2%). Кроме этого индекс деловой активности штата Нью-Йорк в августе снизился с 16.6 п. до 10.3 п. (ожидания 15 п.), а индекс строительной активности NABV упал до 15 летнего минимума 32 п. В результате доходности 2-летних и 10-летних бумаг снизились на 7 б.п. до 4.94% и 4.93% соответственно.

Лучшего сочетания данных трудно себе представить: первые сигналы о замедлении инфляции на фоне дальнейшего снижения темпов экономического роста. Таким образом, предположения регулятора начинают оправдываться, и если потребительская инфляция не доставит больших неприятностей, есть основания полагать, что сделанная в августе пауза может трансформироваться в полное прекращение цикла повышений ФРС. Сегодня помимо CPI нас ждут важные данные по строительному сектору и промышленному производству.

Развивающиеся рынки

Ралли в базовых активах вызвало рост развивающихся рынков, однако их динамика оказалась не столь сильная, и спрэды заметно расширились. Бразилия-40 выросла на 45 б.п. до 129.83% (YTM 6.54%), а спрэд расширился на 4 б.п. Спрэды Турции и Венесуэлы расширились на 8 б.п. и 9 б.п. соответственно. Спрэд Мексики вырос на 5 б.п., и в результате спрэд EMBIG расширился до 188 б.п.

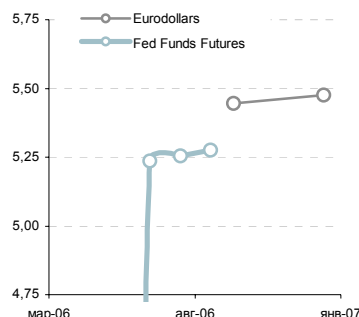
Российский сегмент

Российское правительство начало выплаты в рамках погашения оставшейся части долга Парижскому клубу. Вчера был перечислен первый миллиард евро, и до конца недели планируется полностью погасить \$22.3 млрд. Кроме этого, по словам представителя Минфина Сторчака, Россия не предусматривает до 2008 года новых внешних выпусков. Все это в совокупности с позитивной ситуацией в США благоприятно сказалось на котировках суверенных евробондов. Россия-30 выросла на 44 б.п. до 109.943-110.043% (YTM 5.97%), при этом спрэд к 10-летним казначейским бумагам незначительно расширился на 1 б.п. Мы по-прежнему ждем сужения российского спрэда до 80-90 б.п. благодаря досрочным выплатам Парижскому клубу и позитивной реакции рейтинговых агентств (в частности Moody's), поэтому сохраняем рекомендацию удерживать в нем длинные позиции.

В корпоративном секторе инвесторы дожидались данных по инфляции, и в первой половине дня сделок было не очень много. Однако затем участники рынка активизировались, и спрос отмечался в телекомах, евробондах Газпрома-34 (+19 б.п.) и Газпрома-20 (+38 б.п.), а также ТНК-16 (+25 б.п.) и НКНХ-15 (+31 б.п.). Мы по-прежнему рекомендуем к покупке Северсталь-14 и НКНХ-15, а также ожидаем снижения премии МДМ-11 к Альфа-банку-15.

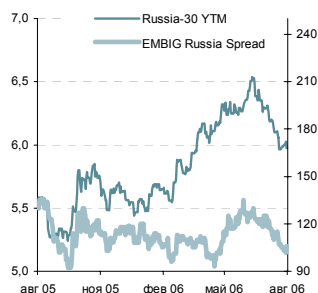
Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Кривая фьючерсов на процентную ставку



Источник: Bloomberg

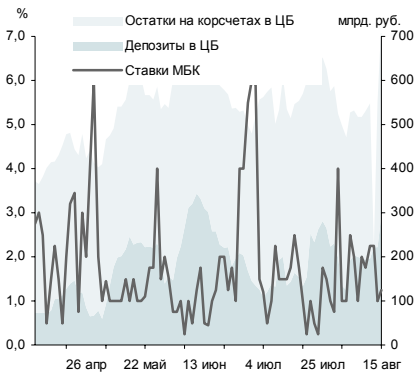
Доходность России-30 и динамика спрэда российского сегмента



Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

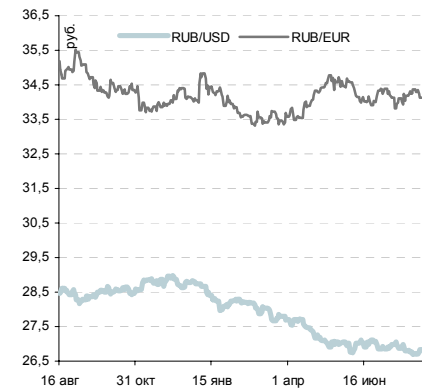
Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



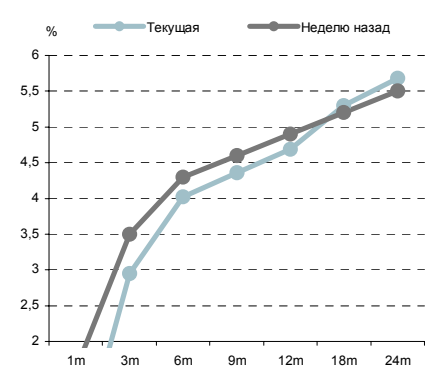
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса рубля к доллару и евро



Источник: Bloomberg

Кривая доходности NDF на курс руб/долл.

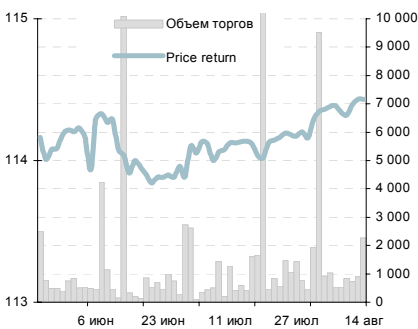


Источник: Reuters

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, %	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			год	посл		ср взв	день
SU45001RMFS3	0,26	4,46	101,41	101,47	2,464	-	-0,886
SU25060RMFS3	2,52	6,22	99,30	99,29	0,207	-0,007	0,130
SU46018RMFS6	8,64	6,71	111,00	110,99	1,613	-0,097	0,168
SU46020RMFS2	12,54	6,89	101,60	101,58	3,446	-0,014	0,511
МГор31-об	0,74	5,93	103,15	103,15	2,384	-	-0,32
МГор40-об	1,14	6,11	104,62	104,62	0,548	-	-0,38
МГор29-об	1,69	6,11	106,75	106,75	1,945	-	-0,07
МГор38-об	3,65	6,65	112,93	112,93	1,370	-0,02	0,4
МГор39-об	5,89	6,94	109,37	109,45	0,685	0,02	0,05
ВТБ - 5 об	0,68	5,90	100,20	100,29	0,323	-	0,21
РЖД-02обл	1,26	6,63	101,50	101,50	1,465	-	0,1
ГАЗПРОМ А6	2,74	6,93	100,40	100,36	0,095	-0,09	-0,02
ФСК ЕЭС-02	3,35	7,37	103,35	103,35	1,108	-0,05	0,33
РЖД-07обл	5,01	7,21	102,30	102,30	1,862	-0,15	0,19

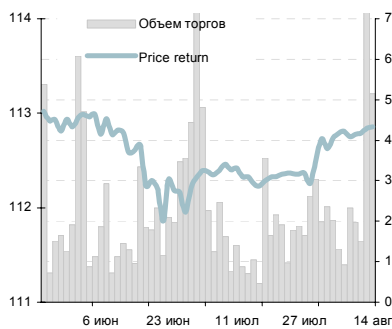
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

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

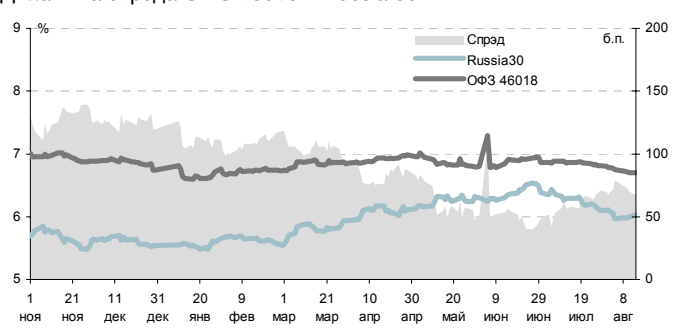
Ближайшие первичные размещения

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор
17 авг	САН Итербрю-2	4 000	Райффайзенбанк
17 авг	Никосхим-Инвест-2	1 500	Уралсиб
17 авг	Самарская область-3	4 500	Тройка Диалог, ВТБ
сентябрь	Центртелеком-5	3 000	Банк Москвы
2 пг 2006	АЛПИ-Инвест	1 500	Тройка Диалог
2 пг 2006	Банк Петрокоммерц-2	3 000	Тройка Диалог
2 пг 2006	Столичные Гастрономы	1 500	Росбанк
2 пг 2006	Сэтл Групп	1 000	Планета Капитал
2 пг 2006	ОМЗ-5	1 500	Райффайзенбанк
2 пг 2006	МиГ-Финанс-2	3 000	МДМ-Банк
2 пг 2006	МОЭСК	5 000	Альфа-банк, ВТБ

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

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

Динамика спреда ОФЗ 46018 и Russia 30



Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ



Российский долговой рынок

Во вторник в первой половине дня в ликвидных сериях можно было наблюдать фиксацию прибыли со стороны наиболее осторожных участников накануне данных по инфляции в США. Между тем, сразу после выхода данных, оказавшихся хуже ожиданий и увеличивших вероятность еще одной паузы со стороны ФРС, настроение у инвесторов в рублевый долг резко переменилось – в итоге, первоначальное снижение котировок было практически полностью нивелировано, а некоторые серии завершили день ростом котировок.

По итогам торгов подросли в цене 5, 6 выпуски Мособласти (+12 - +17 б.п. по последней сделке) и Россельхозбанк-2 (+9 б.п.), котировки других наиболее ликвидных голубых фишек (РЖД-6, РЖД-5, ФСК-3, Мгор-39, Мгор-44) практически не изменились. Во втором эшелоне довольно активно торговались выпуски телекомов: УРСИ-7 по последней сделке потерял в цене 40 б.п., тогда как Сибтел-5, Сибтел-6 и Сибтел-7 прибавили в стоимости 5 – 20 б.п. по последней сделке, ЮТК-4 вырос на 9 б.п.

Если сегодняшние цифры по CPI в США не преподнесут никаких неприятных сюрпризов, очередное снижение потенциально сохраняющейся угрозы со стороны внешней конъюнктуры (возможного возобновления повышения ставок ФРС и роста доходностей treasuries), в придачу к уже имеющимся ожиданиям укрепления рубля и избыточной денежной ликвидности должно добавить оптимизма инвесторам в рублевый долг. На этом фоне можно ожидать, что сегодняшний аукцион ОФЗ 46017 объемом 10 млрд. рублей привлечет довольно большой спрос, и размещение пройдет без премии к рынку.

Кроме того, без особых сложностей, по всей видимости, пройдут и завтрашние размещения нового выпуска Самарской Области (4.5 млрд. руб.), Сан-Интербрю (4 млрд. руб.) и Никосхим-Инвест (1.5 млрд. руб.).

Исходя из текущего спреда Самарской Области-2 к ОФЗ (около 120 б.п.) и премии на аукционе порядка 20-30 б.п., справедливая доходность по новому пятилетнему выпуску, на наш взгляд, складывается в пределах 7.9% - 8% годовых.

По выпускам Сан-Интербрю и Никосхима справедливую доходность мы оцениваем в пределах 8.5% - 8.7% (к погашению) и 12.35% – 12.65% (к годовой оферте) соответственно (см. «Кредитный комментарий»).

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	114,43	0,00%	0,04%
Zetbi Muni	112,85	0,01%	0,04%
Zetbi Corp	111,04	0,04%	0,09%
Zetbi Corp10	118,28	0,02%	0,16%

Источник: Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
Мос.обл.4в	4491,56	-
МГор39-об	133,24	-0,04
ИркОбл31-1	87,64	0,22
ТулскОб 1	78,69	0,08
СамарОбл 2	61,15	0,01

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
АВТОВА3об3	866,07	0,25
РЖД-05обл	352,17	-0,07
СибТлк-7об	255,75	-
РосселБ 2	248,19	-0,09
КОПЕЙКА 01	241,68	0,08

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кредитный комментарий

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

17 августа пивоваренная компания Sun Interbrew вторично выйдет на рынок корпоративного долга, предложив инвесторам трехлетние облигации объемом 4 млрд. руб. с полугодовым купоном. 100% средств, привлеченных в результате размещения, планируется направить на рефинансирование текущих долговых обязательств (первого облигационного займа объемом 2,5 млрд. руб. с погашением 15 августа 2006 г.) и краткосрочных банковских кредитов. Непосредственным ориентиром для размещения, на наш взгляд, будут выступать обращающиеся трехлетние облигации Балтики, торгующиеся с доходностью 7,67%. При этом различие в дюрации (заям Балтики погашается в ноябре 2007 г.), а также факторы операционного и финансового характера обуславливают наличие определенной премии к доходности Балтики.

С момента образования и выхода на российский рынок пива в 1999 г. компания устойчиво занимает вторую позицию, уступая лишь ВВН. Доля Sun Interbrew на российском рынке пива колебалась в пределах 11,6-17,5% в период с 1999 по 2005 гг. При этом следует отметить, что если в 1999 г. разница в долях рынка ВВН и Sun Interbrew составляла лишь 6 п.п. – входящие в ВВН компании в совокупности занимали 21,9%, а Sun Interbrew - 15,9%, то по состоянию на конец первого полугодия текущего года разрыв увеличился практически в два раза: 18,8% у Sun против 35,6% у ВВН.

Поскольку Sun Interbrew не опубликовала консолидированной отчетности ни за первый квартал, ни за полугодие текущего года, то в целях обеспечения достоверности сопоставления данных мы проведем анализ на основе финансовых показателей за 2005 г. По масштабу бизнеса Sun и Балтика представляют основных конкурентов, и хотя в абсолютных показателях оборота Sun Interbrew чуть отстает от лидера, то по динамике 20,9% рост Sun (15,3 млн. гл.) значительно опередил не только 6,3% темпы роста отечественного рынка пива, но и 13,8% рост продаж Балтики (22,7 млн. гл.). Более высокие темпы роста продаж Sun Interbrew обусловили более существенный прирост рыночной доли компании, составивший +2 п.п., по сравнению с аналогичным показателем Балтики +1,3 п.п. По темпам роста выручки Sun также опередил Балтику, хотя и не столь существенно: +29,4% (\$1,1 млрд.) и +22,2% (\$1,2 млрд.) соответственно.

Тем не менее, с точки зрения операционной эффективности Sun Interbrew значительно уступает основному конкуренту. Темпы роста EBITDA за отчетный период более чем вдвое ниже, а рентабельность EBITDA продемонстрировала отрицательную динамику, понизившись до 17,5% по сравнению с ростом показателя Балтики до 31%. Снижение было обусловлено неэффективным контролем затрат, в результате которого 65,4% рост общих, коммерческих и административных расходов более чем в два раза опередил 29,4% увеличение выручки. Рост расходов был вызван резким увеличением общих затрат (в 1,5 раза!), доля которых в совокупном показателе возросла до 25% по сравнению с 17% годом ранее. Чистая рентабельность Sun также впечатляюще ниже показателя Балтики – 6,1% против 19,5% соответственно. Тем не менее, при сравнении с показателями рентабельности остальных трех крупных игроков на российском пивном рынке (Efes, SABMiller и Heineken) очевидно, что рентабельность Sun Interbrew соответствует средним показателям 19,6% по EBITDA и 6,7% по чистой прибыли.

На конец 2005 г. абсолютный показатель долговой нагрузки компании составил \$391 млн. (при этом в структуре долга 100% приходилось на краткосрочные долговые обязательства), а соотношение долг/EBITDA находилось на уровне 2х. У Балтики соотношение долг/EBITDA в 2005 г. минимальное на уровне 0,12, и средний показатель по трем прочим конкурентам также ниже - 1,7х. В ближайшей перспективе структура кредитного портфеля Sun Interbrew кардинально изменится в сторону долгосрочного долга в связи с размещением предстоящего и двух планируемых в текущем году облигационных займов (объемом 4 и 3 млрд. руб.). С одной стороны, это повлечет снижение риска, связанного с краткосрочным характером задолженности. С другой, несмотря на то, что структура кредитного портфеля улучшится с точки зрения срочности, возрастет леверидж и может ухудшиться качество покрытия долга: соотношение долг/EBITDA, по нашим оценкам, может превысить 3х, если компания не предпримет надлежащих мер по сдерживанию роста производственных и операционных расходов.

В целом, дальнейший рост выручки пивоваренных компаний на российском рынке ограничен в силу двух основных факторов: во-первых, замедления темпов роста рынка в связи с приближением к точке насыщения, а во-вторых, высокой степени консолидации. Около 80% рынка контролируется пятью международными игроками, что сдерживает потенциал увеличения выручки за счет консолидации небольших независимых производителей, которых на рынке практически не осталось. В то же время, для Sun Interbrew одним из факторов роста выручки может стать предстоящая в текущем году консолидация российских активов InBev на платформе Sun Interbrew. Кроме Sun Interbrew в России InBev принадлежит InterBeer, в состав производственных активов которого входит завод «Тинькофф». Консолидация продаж брендированного пива, относящегося к сегменту super-premium, в финансовую отчетность Sun Interbrew должно оказать положительный эффект на динамику выручки и рентабельности компании, принимая во внимание лидирующие темпы роста рыночного сегмента super-premium и наиболее высокую добавленную стоимость продукции.

Кроме того, super-premium сегмент является самым быстрорастущим в структуре продаж компании - доля в стоимостном выражении выросла на 6,1 п.п. до 13,4%. В то же время, возможный положительный эффект не устранил практически двукратный разрыв в рентабельности Sun Interbrew и Балтики. Выпуск Балтики по состоянию на 15.08.2006 торговался с доходностью 7,61% годовых, спред к ОФЗ 185 б.п. При этом, данный уровень спреда, на наш взгляд, несет определенную премию за крайне низкую ликвидность выпуска.

Еще одним аналогом для SIB можно считать облигации ВБД-2. С позиций кредитного качества оба эмитента, на наш взгляд, довольно похожи: хотя они функционируют на различных потребительских рынках, и рынок пива, и рынок молочной / соковой продукции не отличаются высокими темпами роста. Обе компании имеют МСФО отчетность, и хотя ВБД несколько крупнее в масштабах, это компенсируется более высокой рентабельностью Sun (норма прибыли по EBITDA у ВБД 10% по итогам 2005 г., прогноз на 2006 – 15%). При этом, покрытие долга за счет EBITDA и у Sun Interbrew, и у ВБД по итогам 2005 года было на уровне 2.

Учитывая спрэд ВБД-2 к ОФЗ на уровне 200 б.п. и премию за первичное размещение (30 - 50 б.п.), справедливый уровень доходности Сан-Интербрю-2, на наш взгляд, должен находиться в пределах 8.5% - 8.7% годовых к погашению через 3 года.

На 17 августа намечено размещение второго выпуска облигаций ООО «Никосхим-Инвест» на сумму 1.5 млрд. руб. сроком на 3 года с офертой через 1 год.

Эмитент представляет на долгом рынке Группу «Никохим» – одного из крупнейших российских производителей каустической соды и поливинилхлорида (ПВХ).

Бизнес Никохима представлен группой компаний, функционирующих в рамках единого технологического цикла, однако общей юридически оформленной структуры в настоящее время нет, вследствие чего какие-либо консолидированные данные недоступны для оценки. Ожидается, что вид вертикально-интегрированного холдинга Никохим примет к 2008 году, когда удастся полностью устранить перекрестное владение акциями внутри группы. Пока же структурные риски эмитента мы оцениваем как довольно высокие, выделяя отсутствие консолидации в качестве одного из наиболее весомых недостатков.

При оценке кредитного качества Группы Никохим мы используем доступные данные о финансовых результатах ключевых производственных активов, обеспечивающих, согласно данным инвестиционного меморандума, порядка 90% оборота: ОАО «Каустик», ОАО «Пласткард» и ОАО «Внешэкономторг», оперирующих совместно с Волгоградской ТЭЦ-3 (ранее ОАО «Волгоградэнерго», а теперь ОАО «ЮГК ТГК-8») в форме простого товарищества.

Совокупная выручка простого товарищества от реализации товарной продукции сторонним потребителям по итогам 2005 г., согласно информационному меморандуму, составила 5.22 млрд. руб., при этом норма EBITDA была на уровне 17%.

Рентабельность по EBITDA ОАО «Каустик», оперирующего в сегменте каустической соды, в 2005 году была на уровне 20.5%, а по ОАО «Пласткард», специализирующемся на выпуске ПВХ несколько ниже - 17.8%. Основная часть оборота компаний формируется в рамках существующего простого товарищества. В частности, лишь часть продаж осуществляется Пласткардом самостоятельно. Львиная доля оборота ПВХ осуществляется через «Внешэкономторг», который по трансфертным ценам приобретает у ОАО «Каустик» необходимое сырье, перерабатываемое в дальнейшем «Пласткардом» по давальческой схеме.

Заинтересованность Волгоградэнерго в простом товариществе Никохим «подогревает», компенсируя льготные тарифы посредством отчислений 50% прибыли товарищества. Только благодаря такому тандему в условиях растущих тарифов на электроэнергию Никохиму пока удается «держаться на плаву». Высокая энергоёмкость производства создает достаточно серьезную угрозу рентабельности. Поскольку строить собственный энергетический комплекс нецелесообразно (в силу очень высоких затрат), а возможность приобретения ТЭЦ-3 ограничивается еще не закончившейся реформой электроэнергетики, отсутствие четкого сценария развития «энергетического вопроса» в среднесрочной перспективе накладывает свою порцию негатива при оценке кредитного качества компании.

Общая сумма обязательств участников простого товарищества по кредитам и займам, по собственным оценкам, составляет около 3.36 млрд. руб. При текущем уровне рентабельности покрытие долга годовой EBITDA составляет 3.8. Можно отметить, что на фоне других компаний химической отрасли, данный уровень выглядит достаточно привлекательно (средний по отрасли показатель находится на уровне более 4). Учитывая, что большую часть средств облигационного займа предполагается направить на рефинансирование коротких кредитов, можно отметить, что по объемам кредитный портфель Группы Никосхим существенно не изменится. В то же время годовая оферта не позволит существенно изменить его по срочности – по-прежнему будут преобладать краткосрочные обязательства. Принимая во внимание, что «инвестиционный аппетит» Группы Никохим гораздо ниже, чем у многих компаний отрасли, можно отметить, что «кредитный допинг» компания активно использует для стабильного финансирования оборотного капитала, что характеризует Никохим совсем не с лучшей стороны.

В настоящее время в обращении находятся облигации первого выпуска Никосхим-Инвест, текущая доходность которых на 14.08.2006 г. составляла 10.63% годовых, что, на наш взгляд, является несколько ниже уровня, адекватного кредитному качеству компании. Несмотря на то, что компания имеет неплохие перспективы для дальнейшего развития бизнеса в силу того, что ориентирована на динамично развивающийся рынок ПВХ, мы полагаем, что премия инвесторам за крайне низкую прозрачность структуры, зависимость стабильности операционной деятельности от внешнего финансирования и открытого «энергетического вопроса» должна составлять не менее 700 б.п. к кривой ОФЗ. Таким образом, мы разделяем мнение организатора, что справедливая доходность облигаций Никосхим-2 к оферте через 1 год находится в интервале от 12.35% до 12.65% годовых.

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

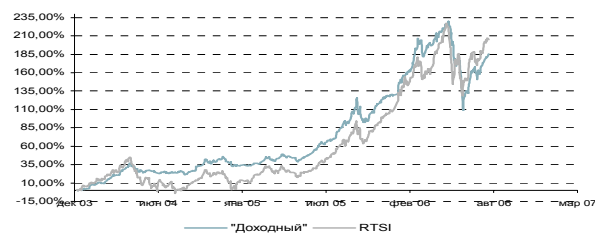
ОФБУ Банка ЗЕНИТ

Изменение стоимости пая

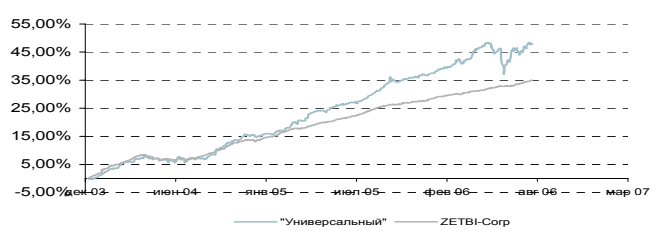
Фонд (ОФБУ)	Стратегия	С начала работы Фонда*	С начала года**	1 день	1 мес.	6 мес.**	1 год.**	Доля риска в цене, %	Коэффициент Шарпа **
Доходный	Агрессивная	185,40%	24,36%	0,41%	6,52%	8,20%	70,08%	35,72	1,74
Универсальный	Консервативная	47,70%	7,73%	-0,27%	0,81%	5,78%	15,88%	11,99	0,90
Перспективный	Фонд производных инструментов	-10,44%	-	0,02%	2,80%	-	-	12,99	-
Валютный	Агрессивная	0,07%	-	-0,28%	-0,36%	-	-	4,20	-
RTSI	Индекс РТС	204,74%	46,07%	-0,45%	10,53%	23,14%	111,01%	39,51	1,75
ZETBI-Corp	Индекс облигаций	34,98%	5,24%	0,02%	1,04%	4,23%	9,99%	8,40	0,72

(*) Начало работы ОФБУ "Доходный" и "Универсальный" - 08.12.2003
Начало работы ОФБУ "Валютный" и "Перспективный" - 11.04.2006
(**) Если в ячейке стоит "-", значит недостаточно статистических данных

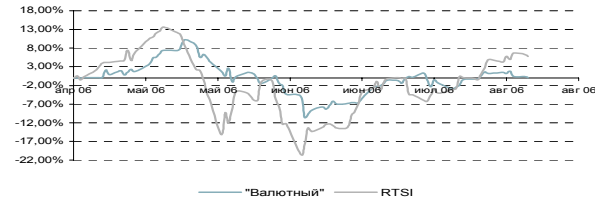
ОФБУ "Доходный"



ОФБУ "Универсальный"



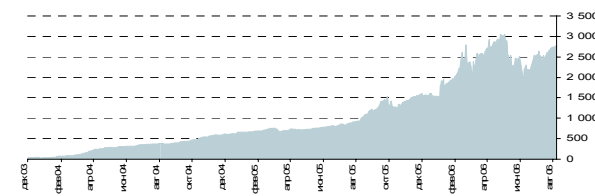
ОФБУ "Валютный"



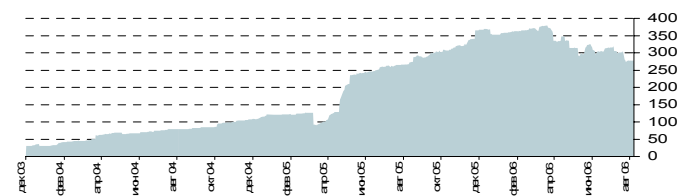
ОФБУ "Перспективный"



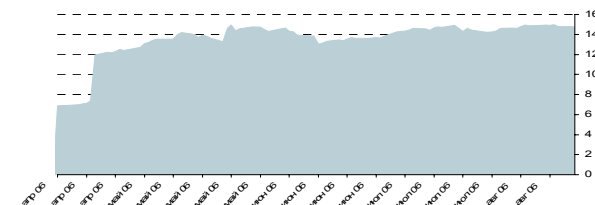
Стоимость чистых активов фонда "Доходный" млн. руб.



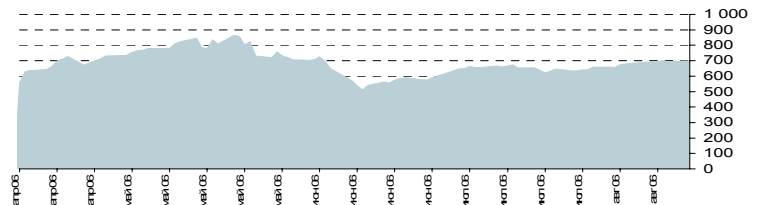
Стоимость чистых активов фонда "Универсальный" млн. руб.



Стоимость чистых активов фонда "Валютный" млн. долл. США

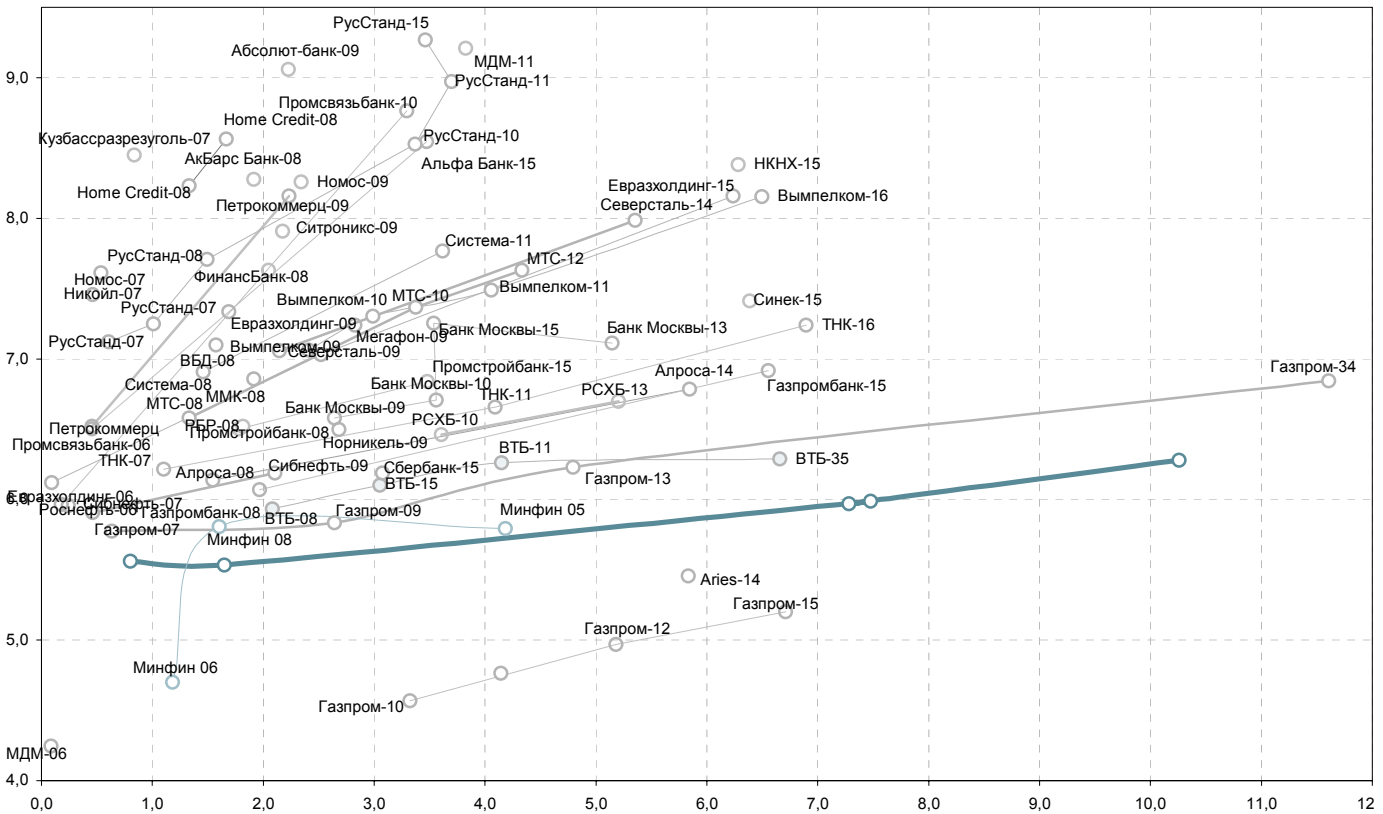


Стоимость чистых активов фонда "Перспективный" млн. руб.



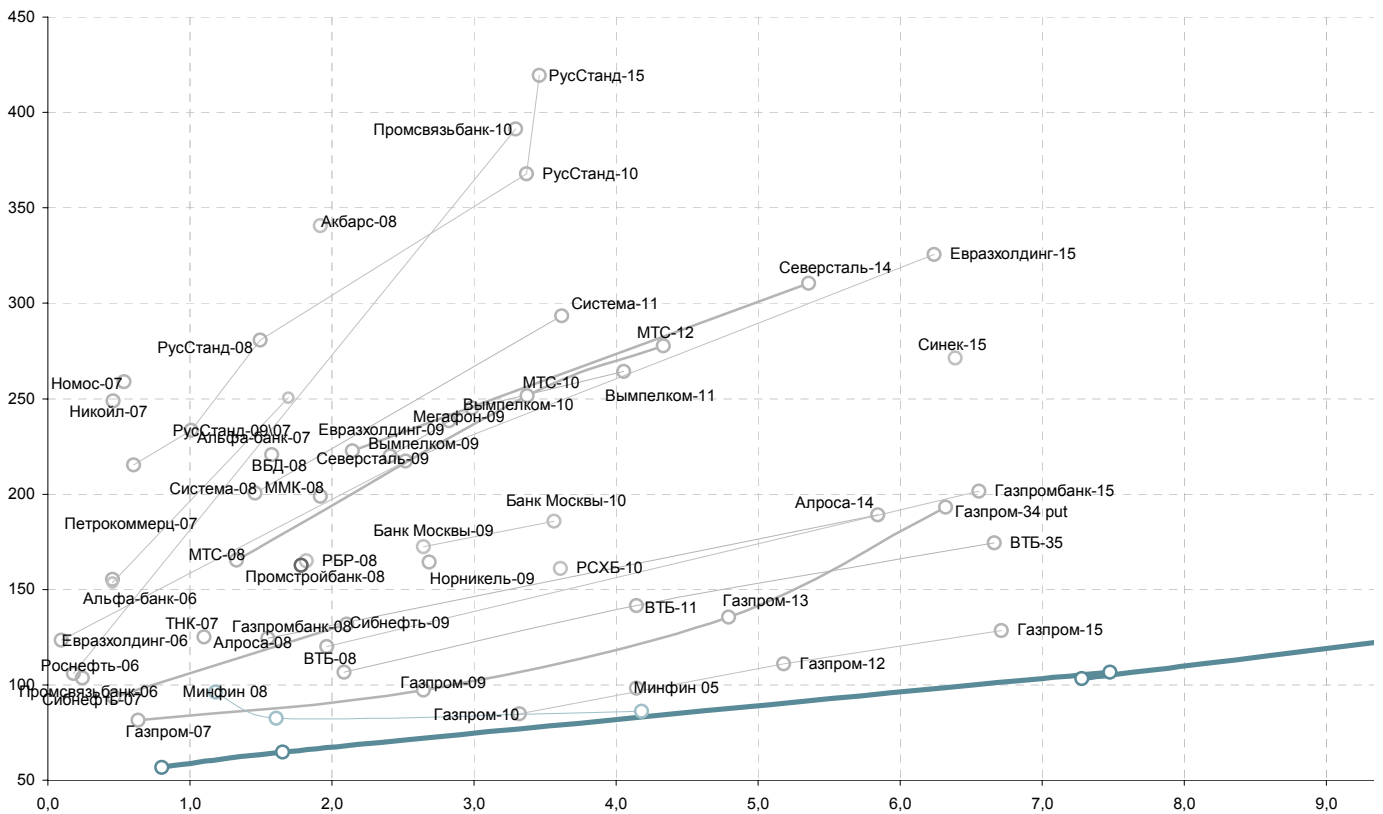
Приложение 1. Российский рынок еврооблигаций

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg



Котировки российских еврооблигаций

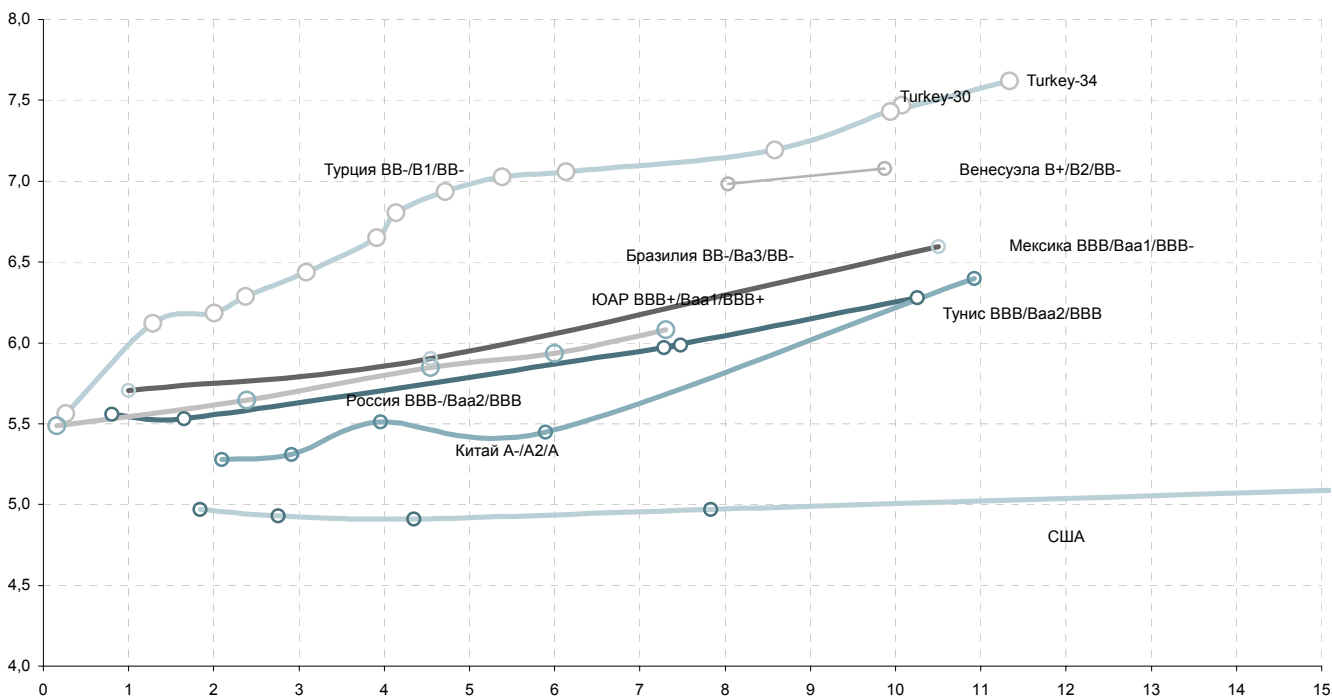
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB/BBB+	103,49	103,61	5,63	0,80	51
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB/BBB+	104,45	104,60	5,55	1,65	192
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB/BBB+	141,96	142,28	6,00	7,48	106
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB/BBB+	175,95	176,32	6,29	10,26	128
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,000	Baa2/BBB/BBB+	109,94	110,04	5,98	7,28	96
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB/BBB+	97,81	97,99	4,77	1,18	-29
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB/BBB+	95,28	95,48	5,87	1,61	81
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB/BBB+	88,51	88,71	5,82	4,18	86
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB /*+	103,60	103,68	3,50	0,19	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Baa3/BBB /*+	111,02	111,27	3,94	2,69	24
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Baa3/BBB /*+	126,76	127,01	5,48	5,83	56
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa2/-/BBB+	107,17	107,52	4,80	4,14	100
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BB+	102,01	102,18	5,90	0,64	75
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BB+	113,05	113,30	5,88	2,64	98
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BB+/BBB-	111,42	111,82	4,62	3,32	87
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BB+	117,75	118,00	6,25	4,79	135
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	Baa1	104,18	104,63	5,23	6,71	130
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB/BBB	104,26	104,51	6,70	8,62	175
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	Baa1/BB+/BBB-	121,72	121,97	6,85	11,61	181
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB	102,47	102,59	6,04	0,46	86
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB	109,77	110,02	6,24	2,11	132
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BB+	105,32	105,47	6,28	1,10	121
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BB+	100,48	100,90	6,71	4,09	183
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BB+	101,46	101,81	7,26	6,89	233
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,750	Baa2/BB	101,57	101,61	6,03	0,24	95
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	104,08	104,29	6,66	1,33	163
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	103,28	103,53	7,40	3,38	252
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	101,36	101,61	7,66	4,33	278
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB	107,12	107,37	7,11	2,41	220
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB	101,85	102,10	7,35	2,99	245
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB	103,46	103,71	7,52	4,06	264
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB	100,37	100,62	8,17	6,50	324
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	B1/BB-	101,94	102,19	7,28	2,83	238
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B/B+	104,87	105,10	6,98	1,46	199
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B/B+	103,70	104,09	7,82	3,62	294
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	99,67	99,92	7,96	2,17	304
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Ba2/BBB-	101,48	101,73	6,54	2,68	164
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB-/BB-	102,00	102,25	6,92	1,92	199
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B2 /*+/BB-	103,15	103,55	7,14	2,15	222
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B2 /*+/BB-/BB-	106,83	107,13	8,01	5,35	310
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	102,01	102,25	7,17	1,58	220
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba3/BB-	102,92	103,16	6,21	1,55	123
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba3/BB-	112,76	113,01	6,80	5,84	189
Evrazholding-06 \$	9/25/2006	200	8,875	B1/BB-	100,22	100,24	6,20	0,094	112
Evrazholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB-	109,82	110,07	7,08	2,519	217
Evrazholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB-	100,32	100,57	8,18	6,237	325
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	100,24	100,45	8,57	0,837	346
Armtel-07	6/30/2007	175	9,000	-/-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB	101,59	101,84	7,43	6,389	251
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	7,240	A2/BBB+	100,26	100,29	5,65	0,18	-
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	A2/BBB	99,87	100,12	6,85	3,08	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	101,74	101,99	5,99	2,08	106
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	105,10	105,35	6,29	4,15	141
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	100,40	100,65	7,01	3,05	125
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	99,21	99,46	6,30	6,66	143
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB	102,12	102,37	6,13	1,97	120
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	96,97	97,22	6,94	6,56	201
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	99,02	99,27	9,11	2,23	420
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/B+	99,19	99,44	8,34	1,92	340
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB-/B+	100,44	100,56	6,63	0,45	146
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB-/B+	100,27	100,70	7,46	1,69	250
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B/B-	100,01	100,26	9,50	3,48	370
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	103,67	103,92	6,62	2,65	173
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	102,17	102,42	6,74	3,56	186
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	100,92	101,17	7,13	5,15	224
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	100,42	100,67	6,57	1,78	162
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	97,50	97,75	7,30	3,48	199

MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,375	Ba2/B+/BB-	100,40	100,42	4,38	0,09	-75
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B-/B+	101,71	102,08	9,26	3,82	438
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,64	100,76	7,58	0,46	241
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	99,45	99,95	8,37	2,35	345
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/NR	100,67	100,76	7,69	0,54	252
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3	101,00	101,12	6,65	0,45	147
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,17	99,63	8,26	2,23	334
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,250	Ba3/B	100,71	100,74	6,05	0,18	96
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,500	Ba3/B	99,65	99,90	8,80	3,29	392
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	101,27	101,52	6,49	3,61	161
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	102,30	102,55	6,72	5,20	182
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,84	101,00	7,25	0,61	209
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,30	100,56	7,37	1,01	229
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,39	100,63	7,78	1,50	279
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,22	96,47	8,57	3,37	368
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	98,42	98,67	9,01	3,70	413
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	98,36	98,61	9,76	3,46	442
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	103,58	103,83	8,38	2,62	356

Источник: Bloomberg

Приложение 2. Еврооблигации развивающихся рынков

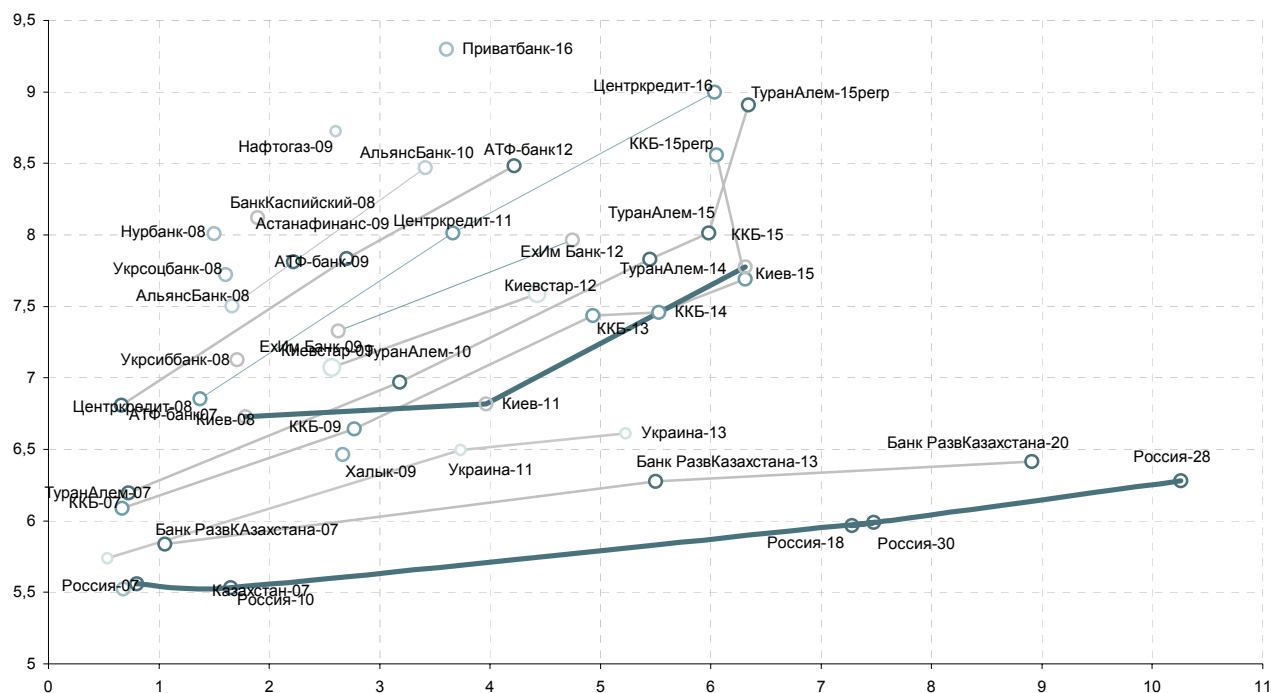
Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

Приложение 3. Еврооблигации стран СНГ

Кривая доходности еврооблигаций стран СНГ



Источник: Bloomberg

Котировки еврооблигаций стран СНГ

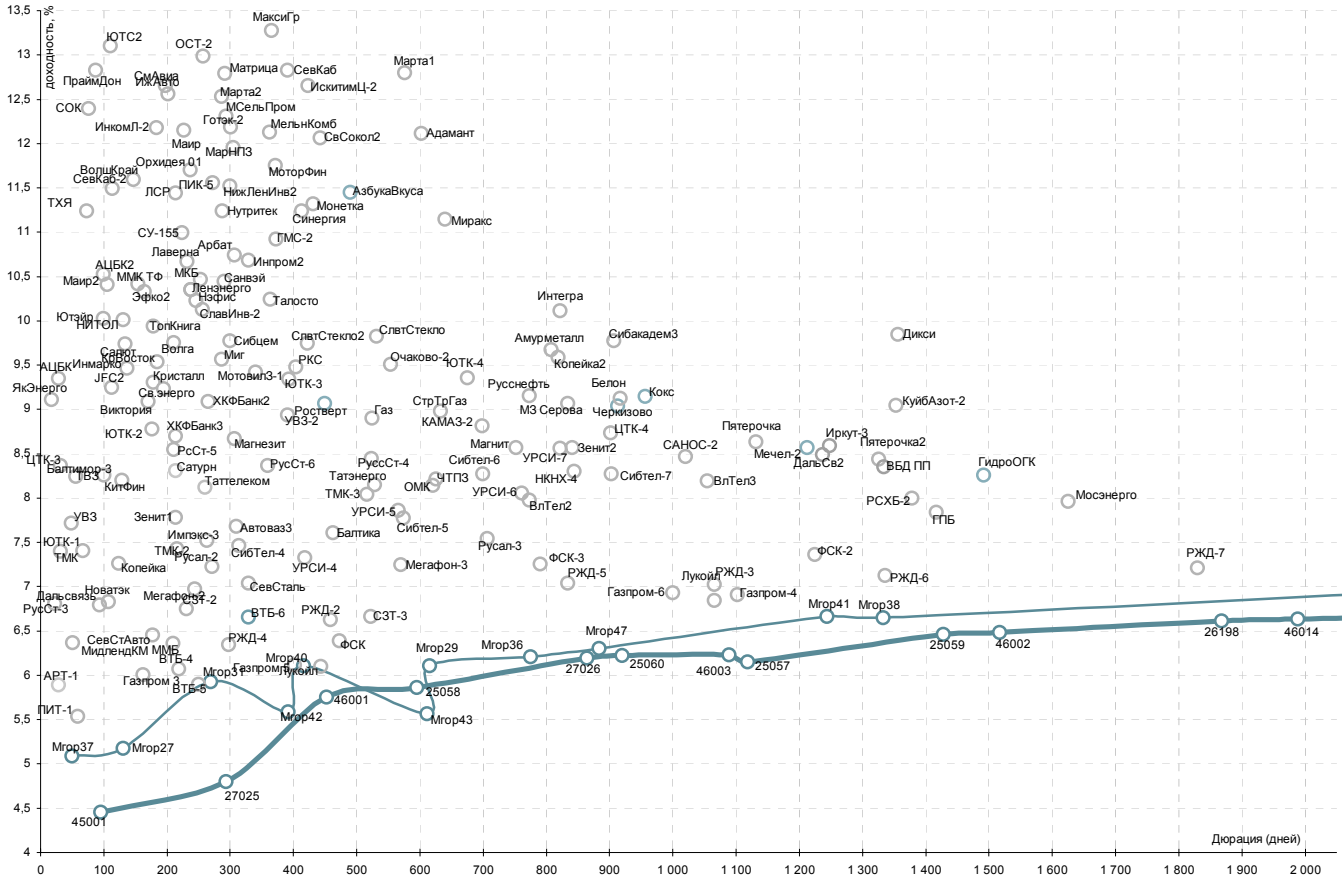
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration
Kazakhstan								
Alliance Bank-08	6/27/2008	150	9,00	-/Ba2/BB-	102,16	102,52	7,503	1,66
ATF Bank-07	5/4/2007	100	8,50	B+/Ba1/BB-	100,95	101,13	6,808	0,66
ATF Bank-09	11/9/2009	200	8,88	B+/Ba1/BB-	102,43	102,88	7,836	2,70
ATF Bank-12	4/12/2012	200	9,25	B+/Ba1/BB-	102,87	103,36	8,483	4,22
Centercredit-08	2/14/2008	200	8,00	-/Ba1/BB-	101,24	101,59	6,852	1,38
Dev. Bank of Kazakhstan-07	10/10/2007	100	7,13	BBB-/Baa1/BBB	101,22	101,39	5,838	1,05
Dev. Bank of Kazakhstan-13	11/12/2013	100	7,38	BBB-/Baa1/BBB	105,80	106,30	6,275	5,50
Dev. Bank of Kazakhstan-20	6/3/2020	100	6,50	BBB-/Baa1/BBB	100,28	100,77	6,413	8,91
Halyk Bank-09	10/7/2009	200	8,13	BB+/Baa1/BB+	104,20	104,63	6,462	2,67
Kazakhstan-07	5/11/2007	350	11,13	BBB-/Baa2/BBB	103,74	103,89	5,523	0,68
KKB-07	5/8/2007	200	10,13	BB+/Baa1/BB+	102,58	102,76	6,086	0,67
KKB-09	11/3/2009	500	7,00	BB+/Baa1/BB+	100,62	101,00	6,643	2,77
KKB-13	4/16/2013	500	8,50	BB+/Baa1/BB+	104,98	105,48	7,438	4,93
KKB-14	4/7/2014	400	7,88	BB+/Baa1/BB+	101,87	102,37	7,459	5,53
Nurbank-08	4/28/2008	150	9,00	B-/Ba3/-	101,12	101,51	8,008	1,50
Bank TuranAlem-07	5/29/2007	100	10,00	BB/Baa1/BB+	102,62	102,81	6,195	0,73
Bank TuranAlem-10	6/2/2010	600	7,88	BB/Baa1/BB+	102,44	102,94	6,971	3,18
Bank TuranAlem-14	3/24/2014	400	8,00	BB/Baa1/BB+	100,46	100,96	7,828	5,45
Bank TuranAlem-15	2/10/2015	350	8,50	BB/Baa1/BB+	102,45	102,95	8,013	5,98
Bank Caspian-08	10/17/2008	150	7,88	-/Ba2/B+	99,02	99,51	8,12	1,89
Ukraine								
Kyivstar-09	8/17/2009	266	10,38	BB-/B1/-	108,26	108,76	7,073	2,57
Kyivstar-12	4/27/2012	175	7,75	BB-/B1/-	100,21	100,71	7,59	4,43
Naftogaz-09	9/30/2009	500	8,13	-/Ba2/B+	98,12	98,38	8,726	2,61
Ukraine-07E	3/15/2007	1 133	10,00	BB-/B1/BB-	102,15	102,29	5,853	0,54
Ukraine-06	9/21/2006	35	8,50	BB-/B1/BB-	100,26	100,26	5,355	0,08
Ukraine-06	3/15/2007	1 529	11,00	BB-/B1/BB-	101,49	101,63	8,026	0,54
Ukraine-11	3/4/2011	600	6,88	BB-/B1/BB-	101,03	101,47	6,494	3,73
Ukraine-13	6/11/2013	1 000	7,65	BB-/B1/BB-	105,31	105,60	6,613	5,23
Kiev-08	8/8/2008	150	8,75	BB-/B2/-	103,32	103,65	6,73	1,78
Kiev-11	7/15/2011	200	8,63	BB-/B2/-	106,91	107,41	6,818	3,96
Kiev-15	11/6/2015	250	8,00	BB-/B2/-	100,93	101,43	7,777	6,31
UkrSibbank-08	7/14/2008	125	8,95	-/Ba2/BB-	102,77	103,17	7,129	1,71
ExIm Bank-09	9/23/2009	250	7,75	-/Ba2/BB-	100,63	101,13	7,329	2,63
ExIm Bank-12	10/4/2012	250	6,80	-/Ba2/BB-	93,96	94,43	7,965	4,75

Источник: Bloomberg



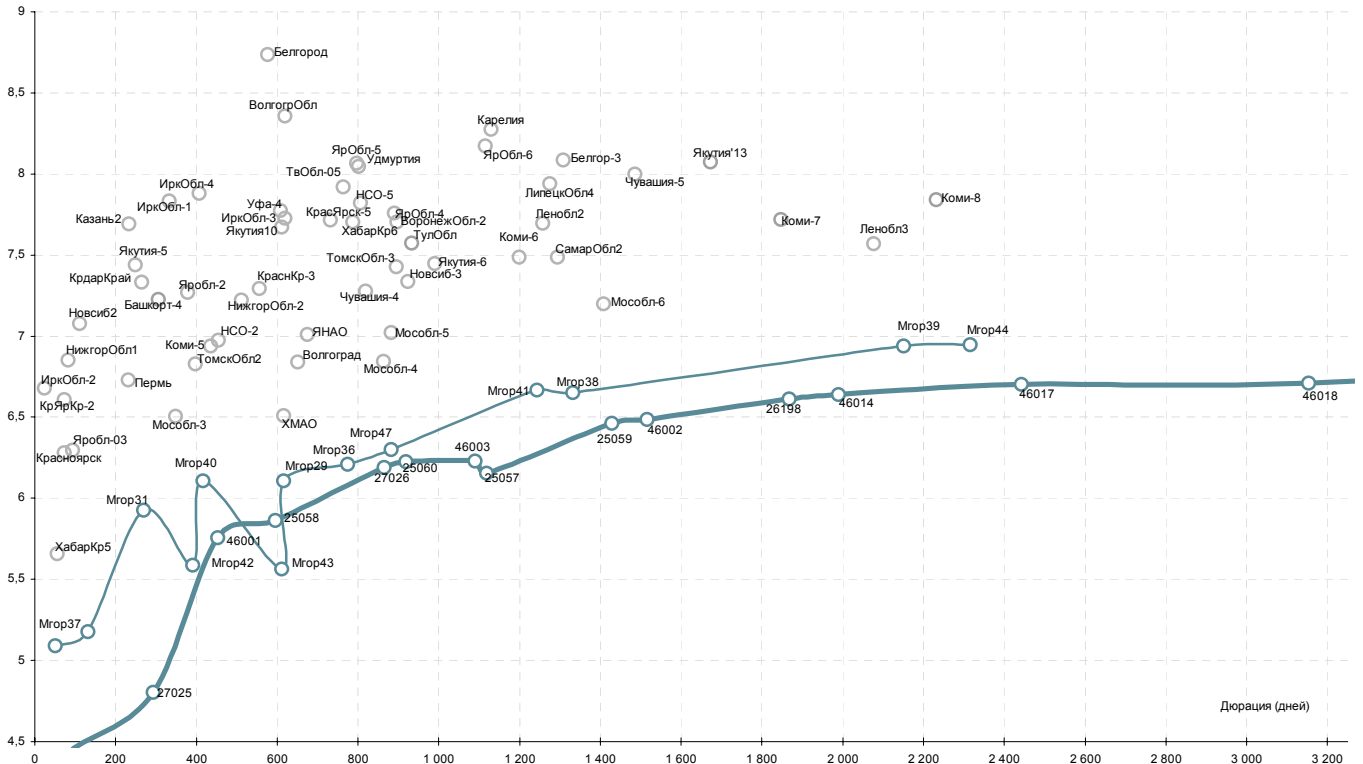
Приложение 4. Российский долговой рынок

Кривая доходности корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Кривая доходности субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ



Котировки российских облигаций

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	
Государственные облигации														
SU45001RMFS3	16/08/2006	10,00	92		0	0,00	101,41	101,47	2,464	-	-0,89	4,46		0,26
SU27025RMFS4	13/09/2006	7,00	302		5	34,50	100,90	101,36	1,189	-	0,46	4,80		0,80
SU46001RMFS2	13/09/2006	10,00	757		1	6,97	105,50	105,50	1,699	-	0,00	5,76		1,24
SU25058RMFS7	01/11/2006	6,30	624		7	111,24	100,91	100,91	0,224	0,01	0,08	5,86		1,63
SU27026RMFS2	13/09/2006	7,50	939		0	0,00	101,55	101,55	1,274	-	0,00	6,19		2,37
SU46003RMFS8	17/01/2007	10,00	1429		3	28,12	111,72	111,72	0,740	0,00	0,07	6,23		2,98
SU25057RMFS9	25/10/2006	7,40	1254		19	191,54	104,35	104,26	0,405	-	0,26	6,15		3,06
SU25059RMFS5	25/10/2006	6,10	1618		0	0,00	99,20	99,19	0,334	-	0,01	6,46		3,91
SU46002RMFS0	16/08/2006	10,00	2185		12	193,29	109,75	109,78	4,959	0,05	0,28	6,49		4,15
SU46014RMFS5	13/09/2006	10,00	4397		17	125,27	108,94	108,93	4,192	-0,01	0,05	6,64		5,45
SU26198RMFS0	04/11/2006	6,00	2271		6	50,80	96,95	96,93	4,668	-	0,28	6,61		5,12
SU46017RMFS8	16/08/2006	9,00	3641		27	102,04	105,80	105,85	2,219	-0,15	-0,10	6,70		6,69
SU46018RMFS6	13/09/2006	9,50	5580		4	64,38	111,00	110,99	1,613	-0,10	0,17	6,71		8,64
SU46020RMFS2	16/08/2006	6,95	10767		3	18,90	101,60	101,58	3,446	-0,01	0,51	6,89		12,54
Субфедеральные облигации														
МГор27-об	20/09/2006	15,00	127		0	0,00	103,58	103,58	2,301	-	0,00	5,18		0,36
МГор31-об	20/08/2006	10,00	278		0	0,00	103,15	103,15	2,384	-	-0,32	5,93		0,74
МГор42-об	13/11/2006	10,00	363		0	0,00	105,20	104,93	0,055	-	-	5,59		1,07
МГор40-об	26/10/2006	10,00	437		1	0,70	104,62	104,62	0,548	-	-0,38	6,11		1,14
МГор43-об	17/08/2006	10,00	641		0	0,00	108,10	107,87	2,466	-	-	5,56		1,67
МГор29-об	05/12/2006	10,00	660		0	0,00	106,75	106,75	1,945	-	-0,07	6,11		1,69
МГор41-об	30/01/2007	10,00	1445		0	0,00	108,60	108,60	0,438	-	0,15	6,67		3,41
МГор38-об	26/12/2006	10,00	1594		2	11,99	112,93	112,93	1,370	-0,02	0,40	6,65		3,65
МГор39-об	21/01/2007	10,00	2897		32	535,93	109,37	109,45	0,685	0,02	0,05	6,94		5,89
МГор44-об	24/12/2006	10,00	3235		23	238,82	109,36	109,31	1,425	-0,08	0,01	6,95		6,34
Башкорт4об	14/09/2006	8,02	394		0	0,00	100,90	100,90	3,341	-	-0,20	7,27		1,04
ИркОбл-а01	19/01/2007	10,50	341		0	0,00	102,25	102,25	0,749	-	0,04	7,83		0,91
ИркОбл-а02	07/09/2006	10,00	23		0	0,00	100,21	100,21	1,918	-	-0,07	6,68		0,07
ИркОбл31-1	21/09/2006	10,00	1220		2	18,35	102,80	102,80	1,480	0,30	0,53	7,73		1,70
ИркОбл31-2	25/10/2006	8,50	800		4	40,08	100,25	100,24	2,585	0,09	0,04	7,88		1,12
КОМИ 5в об	24/09/2006	14,00	496		4	6,62	108,33	108,33	1,995	-0,02	-0,07	6,97		1,25
КОМИ 6в об	14/10/2006	14,00	1521		3	0,80	117,20	117,02	4,718	-0,18	-0,01	7,49		3,29
КОМИ 7в об	23/11/2006	12,00	2656		0	0,00	107,80	108,40	2,762	-	-0,10	7,72		5,06
КраснодКр	14/11/2006	10,00	273		2	4,07	102,00	101,98	2,493	0,05	0,03	7,33		0,72
КрасЯрск04	27/10/2006	12,50	73		5	5,35	101,10	101,22	0,651	-	0,02	6,28		0,20
КрасЯрКр2	26/10/2006	10,95	72		0	0,00	100,85	100,85	0,600	-	-0,05	6,61		0,20
Мос.обл.3в	20/08/2006	11,00	369		0	0,00	104,51	104,51	5,334	-	0,00	6,50		0,96
Мос.обл.4в	24/10/2006	11,00	980		6	11,28	110,60	110,54	0,633	-	-0,02	6,85		2,37
Мос.обл.5в	03/10/2006	10,00	1323		15	302,76	107,64	107,61	3,644	0,14	0,09	7,02		2,42
Мос.обл.6в	24/10/2006	9,00	1708		18	1291,17	107,59	107,54	2,762	-0,14	0,25	7,20		3,86
Томск.об-2	13/10/2006	11,00	424		1	1,07	103,75	103,75	3,737	-	-0,18	6,83		1,09
Томск.об-3	09/11/2006	9,00	1182		0	0,00	100,25	100,25	2,416	-	0,10	7,43		2,45
Томск 1	24/08/2006	12,00	464		1	3,66	102,00	102,00	2,694	-	-	9,41		0,69
Уфа-2004об	05/12/2006	10,03	658		1	5,29	103,95	103,95	1,923	-	0,04	7,77		1,67
ХантМан5об	26/11/2006	12,00	651		0	0,00	109,55	109,55	2,597	-	0,00	6,51		1,69
Якут-10 об	19/09/2006	12,00	672		0	0,00	107,80	107,80	1,841	-	2,80	7,67		1,68
Якут-05 об	19/10/2006	9,00	249		0	0,00	100,70	100,70	0,641	-	-0,05	7,44		0,68
ЯрОбл-02	03/10/2006	12,78	322		2	1,53	105,00	104,86	1,471	-0,14	-0,17	7,23		0,84
ЯрОбл-05	29/12/2006	8,25	868		0	0,00	99,65	99,65	1,062	-	0,00	8,05		2,20
ЯрОбл-04	23/11/2006	11,00	1015		5	21,87	106,80	106,80	2,501	-1,20	0,10	7,76		2,44
ЯрОбл-06	24/10/2006	8,35	1708		1	3,04	98,70	98,70	2,562	-	0,00	8,17		3,05
Корпоративные облигации														
АВТОВА3 об	16/08/2006	9,20	729	183	0	0,00	101,20	101,20	4,562	-	0,00	-	6,93	0,50
АВТОВА3об3	26/12/2006	7,80	1407	315	0	0,00	100,16	100,20	1,047	-	0,06	-	7,68	0,85
АЦБК-Инв 1	07/09/2006	13,50	23		0	0,00	100,30	100,30	2,515	-	0,00	9,35		0,08
Балтимор03	16/11/2006	11,65	639	93	0	0,00	100,85	100,85	2,841	-	0,00	-	8,26	0,27
ВБД ПП 2об	20/12/2006	9,00	1583		0	0,00	102,90	102,90	1,356	-	0,33	8,36		3,65
ВлгТлкВТ-2	05/12/2006	8,20	1568	842	4	53,18	100,55	100,73	1,573	-0,14	0,03	-	7,98	2,12
ВлгТлкВТ-3	05/12/2006	8,50	1568		4	15,27	101,30	101,30	1,630	0,00	0,46	8,20		2,89
ВТБ - 4 об	21/09/2006	6,50	947	219	1	51,54	100,30	100,30	2,582	-	-	-	6,07	0,60
ВТБ - 5 об	26/10/2006	6,20	2620	254	7	120,84	100,20	100,29	0,323	-	0,21	-	5,90	0,68
ГАЗПРОМ А3	18/01/2007	8,11	156		1	19,50	101,05	101,00	0,533	-	-0,23	6,01		0,44
ГАЗПРОМ А4	16/08/2006	8,22	1275		0	0,00	104,25	104,38	4,076	-	0,00	6,91		3,02
ГАЗПРОМ А5	10/10/2006	7,58	420		0	0,00	101,70	101,70	2,617	-	-0,09	6,11		1,10
ГАЗПРОМ А6	08/02/2007	6,95	1087		22	109,23	100,40	100,36	0,095	-0,09	-0,02	6,93		2,74
ДальСвз1об	15/11/2006	13,00	92		0	0,00	101,50	101,50	3,205	-	0,27	6,79		0,25
ДиксиФин-1	21/09/2006	9,25	1675		4	55,84	98,65	98,65	3,675	-	-0,05	9,85		3,71
Зенит 1обл	22/09/2006	8,00	221		1	1,03	100,20	100,20	3,156	-	0,19	7,78		0,59
Зенит 2обл	16/08/2006	8,39	916		0	0,00	100,00	100,00	4,184	-	0,00	8,56		2,25
Камаз-Фин	11/11/2006	6,00	88		0	0,00	98,40	98,40	1,562	-	-	9,69		0,45
Камаз-Фин2	22/09/2006	8,45	1494	765	8	77,20	99,65	99,65	3,334	-	0,08	-	8,81	1,91
КрВост-Инв	26/08/2006	11,50	194		3	6,23	101,10	101,10	5,419	-0,25	-0,40	9,53		0,50
КристалФ-1	08/02/2007	12,00	177		0	0,00	101,25	101,25	0,164	-	-0,35	9,31		0,49

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
			пога-щения	оферты			посл	ср взв	НКД (%)	день	неделя	пога-щение	
КуйбАзот-2	08/09/2006	8,80	1667		1	1,04	99,80	99,80	3,809	-	-0,17	9,05	3,71
Лукойл2обл	21/11/2006	7,25	1190	462	2	21,66	101,43	101,48	1,668	0,30	0,27	6,85	2,92
МаирИнв-01	03/10/2006	12,30	231		0	0,00	100,40	100,40	1,415	-	-0,25	12,15	0,62
МагнитФ 01	22/11/2006	9,34	827		0	0,00	101,90	101,90	2,124	-	0,20	8,57	2,06
МартаФин 1	23/11/2006	14,84	646		1	1,07	103,70	103,70	3,334	-0,10	-0,20	12,80	1,58
Максиг 01	14/09/2006	11,25	940	394	2	0,12	98,40	98,40	4,685	-	0,01	-	1,00
МегаФон2об	11/10/2006	9,28	239		1	2,62	101,65	101,65	3,178	-	-0,05	6,75	0,63
МегаФон3об	17/10/2006	9,25	609		1	20,21	103,30	103,30	3,016	-	-0,40	7,25	1,56
Мечел ТД-1	15/12/2006	5,50	1032	0	0	0,00	92,00	91,84	0,904	-	0,00	8,96	2,67
Микоян-1об	18/09/2006	13,50	34		0	0,00	100,25	100,75	5,511	-	0,00	7,13	0,13
Миракс 01	22/08/2006	12,50	735		9	29,32	100,50	100,33	5,993	-0,06	-0,19	11,15	1,75
МСельПром1	15/12/2006	13,00	850		7	23,02	100,80	100,77	2,137	-0,03	-0,03	-	0,80
НГК ИТЕРА	07/12/2006	9,75	479		0	0,00	101,30	101,30	1,843	-	0,05	8,86	1,26
НКНХ-03 об	01/09/2006	8,00	382		0	0,00	100,00	100,00	1,644	-	-	8,24	0,70
НКНХ-04 об	02/10/2006	9,99	2050	958	0	0,00	104,30	104,30	3,668	-	0,60	-	2,31
НОВАТЭК1об	30/11/2006	9,40	107		1	5,13	100,70	100,70	1,932	-	-0,16	6,83	0,29
НЭФИС-01	21/10/2006	10,50	250		0	0,00	100,31	100,31	3,308	-	-0,02	10,23	0,67
ОМЗ - 4 об	31/08/2006	14,25	926	16	0	0,00	100,55	100,61	6,481	-	0,11	-	3,85
ОМК 1 об	07/12/2006	9,20	667		1	4,12	102,00	102,00	1,714	0,02	0,05	8,15	0,70
ОСТ-2об	09/11/2006	12,90	632	268	11	11,39	100,05	100,16	3,393	-0,01	-0,04	-	12,99
ПИТ-Инв-01	28/09/2006	12,00	44		0	0,00	101,00	101,00	4,537	-	0,00	5,54	0,16
ПИТ-Инв-02	25/09/2006	14,25	951	41	0	0,00	100,88	100,88	5,505	-	0,13	-	6,69
ПраймДон-1	10/11/2006	12,50	87		2	0,58	99,90	99,92	0,137	0,02	-0,18	12,83	0,24
ПЭФ-Союз-1	05/10/2006	11,00	420	51	0	0,00	100,06	100,06	3,948	-	0,00	-	10,23
ПятёрочкаФ	15/11/2006	11,45	1366		4	0,65	109,40	109,40	2,823	-	0,00	8,64	3,10
ПятёрочФ 2	19/12/2006	9,30	1582		22	41,41	103,80	103,68	1,427	-0,02	0,51	8,44	3,63
РазгуляйФ1	05/10/2006	11,50	779	233	0	0,00	100,36	100,35	4,127	-	0,11	-	11,16
РЖД-02обл	06/12/2006	7,75	477		0	0,00	101,50	101,50	1,465	-	0,10	6,63	1,26
РЖД-03обл	06/12/2006	8,33	1205		2	8,46	104,13	104,13	1,575	-	-0,07	7,02	2,92
РЖД-06обл	15/11/2006	7,35	1548		17	755,33	101,25	101,24	1,812	0,03	0,19	7,13	3,66
РЖД-07обл	15/11/2006	7,55	2276		1	2,08	102,30	102,30	1,862	-0,15	0,19	7,21	5,01
РосселБ 2	23/08/2006	7,85	1646		5	142,84	100,29	100,29	1,785	0,09	0,24	8,00	3,78
РусАлФ-2в	20/11/2006	8,00	278		9	45,36	100,65	100,64	1,907	-0,01	0,04	7,22	0,74
РусСтанд-3	23/08/2006	8,40	372	8	0	0,00	99,90	100,08	4,004	-	0,00	-	6,81
РусСтанд-4	01/09/2006	8,25	566		1	0,00	99,95	99,95	3,752	-	0,30	8,45	1,43
РусСтанд-5	14/09/2006	7,60	1486	212	0	0,00	99,50	99,55	3,165	-	0,05	-	8,55
Слатстекло	26/09/2006	11,60	588	42	1	1,07	102,90	102,90	4,449	-	0,40	9,83	1,46
САНОС-02об	14/11/2006	10,00	1183	455	4	49,34	104,75	104,73	2,493	0,18	0,16	8,47	6,08
СатурнНПО	22/09/2006	9,00	586		3	30,82	100,51	100,48	3,551	-	0,05	-	8,31
СевСталь-1	28/12/2006	8,10	317		0	0,00	101,03	101,03	1,043	-	0,00	7,04	0,90
СевСтАвто	25/01/2007	11,25	1255	163	0	0,00	103,00	102,25	0,586	-	0,00	-	6,46
СЗТелек2об	04/10/2006	7,50	414		0	0,00	100,30	100,46	0,842	-	0,64	6,97	0,67
СЗТелек3об	31/08/2006	9,25	1654	562	0	0,00	104,00	104,00	1,901	-	1,90	-	6,66
СибТлк-4об	04/01/2007	12,50	324		5	4,23	104,42	104,35	1,370	-0,06	0,11	7,46	0,86
СибТлк-5об	27/10/2006	9,20	619		4	105,06	102,43	102,43	2,747	0,13	0,53	7,78	1,57
СибТлк-6об	21/09/2006	7,85	1493	13	13	183,68	99,80	99,51	3,118	-0,09	-0,16	-	8,27
СибЦем 01	14/12/2006	9,70	667		0	0,00	100,10	100,10	1,621	-	0,10	-	9,77
СлавИнв 02	30/10/2006	10,00	804		5	19,55	100,05	100,05	2,904	-	0,00	-	10,13
СОКАвто 01	26/10/2006	12,60	618	72	0	0,00	99,95	99,95	3,797	-	0,00	-	12,39
Татэнерго1	14/09/2006	9,65	576		2	6,39	102,40	102,40	4,019	-0,05	0,35	8,15	1,45
ТМК-01 обл	20/10/2006	10,40	66		0	0,00	100,57	100,53	3,302	-	-0,07	7,41	0,18
ТМК-02 обл	26/09/2006	10,09	952		3	26,37	101,65	101,63	3,870	0,28	0,20	-	7,43
ТМК-03 обл	22/08/2006	7,95	1645		0	0,00	100,00	100,08	3,812	-	0,13	-	8,05
УралВагЗФ	03/10/2006	13,36	777	49	13	1,06	100,70	100,70	4,868	-	-0,26	-	7,72
УралСвзИн4	02/11/2006	9,99	443		12	24,06	103,17	103,17	2,819	0,16	0,21	7,33	1,15
УралСвзИн5	19/10/2006	9,19	611		5	20,06	102,35	102,26	2,946	0,06	0,31	7,86	1,55
УрСИ сер06	23/11/2006	8,20	1920		0	0,00	100,60	100,60	1,842	-	0,38	-	8,05
УрСИ сер07	19/09/2006	8,40	2037		15	955,01	100,20	100,00	3,383	-0,60	-0,10	-	8,57
ФСК ЕЭС-01	19/12/2006	8,80	490		0	0,00	103,20	103,20	1,350	-	0,00	6,39	1,30
ФСК ЕЭС-02	26/12/2006	8,25	1407		9	131,79	103,35	103,35	1,108	-0,05	0,33	7,37	3,35
ФСК ЕЭС-03	15/12/2006	7,10	850		228	263,41	99,94	99,92	1,167	-0,03	0,22	7,26	2,16
ХКФ Банк-1	17/10/2006	1,00	427		0	0,00	100,00	100,00	0,326	-	-	-	0,00
ХКФ Банк-2	14/11/2006	8,50	1365	273	4	0,10	99,70	99,70	2,119	-0,03	-0,30	-	9,09
ХКФ Банк-3	21/09/2006	8,25	1493	219	10	0,27	99,89	99,89	1,221	-0,11	0,24	-	8,70
ЦентрТел-3	15/09/2006	12,35	31		2	52,71	100,30	100,30	5,109	-0,09	-0,10	8,37	0,08
ЦентрТел-4	19/08/2006	13,80	1102	93	0	0,00	113,86	113,77	6,768	-	-0,05	8,73	2,47
ЦНТ-01 обл	24/08/2006	16,00	9		0	0,00	100,20	100,20	3,682	-	0,05	7,63	0,04
ЭФКО-02 об	26/01/2007	10,50	1256		1	0,45	100,05	100,05	0,518	-0,15	0,04	-	10,33
ЮТК-01 об.	14/09/2006	14,24	30		0	0,00	100,55	100,54	5,930	-	0,03	7,40	0,08
ЮТК-02 об.	07/02/2007	10,50	176		4	14,62	100,80	100,79	0,173	-0,01	0,09	8,78	0,48
ЮТК-03 об.	08/10/2006	10,90	1152	420	2	0,53	101,90	101,86	3,852	-	0,36	-	9,35
ЮТК-04 об.	13/09/2006	10,50	1212		22	71,76	101,90	101,92	1,784	0,09	0,92	9,36	1,85
ЯкутскЭн-1	31/08/2006	14,00	16		0	0,00	100,20	100,20	6,367	-	-0,20	9,11	0,05

Источник: ИММББ, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Александр Глебов	a.glebov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@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
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
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@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.