

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Ежедневный Обзор

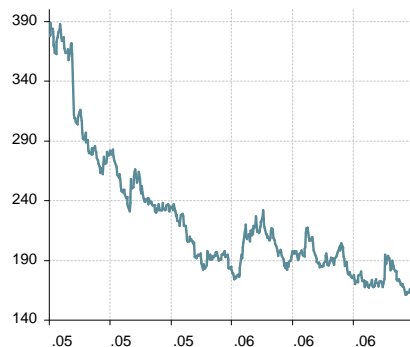
### Оглавление:

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

Похоже, что рост котировок, имевший место на прошлой неделе, взял небольшую паузу – участники готовятся к предстоящим первичным аукционам. (Подробнее стр.3 )

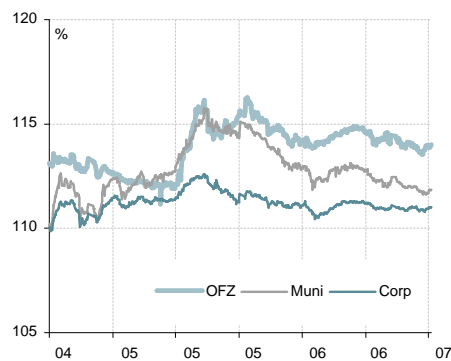
Кредитный комментарий: Виват –Финанс. (Подробнее стр.4).

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

www.zenit.ru

## НОВОСТИ

Совет директоров ОАО «Кубаньэнерго» принял решение о размещении дебютного выпуска облигаций объемом 3 млрд. руб. сроком на 3 года /Финам/

Совет директоров ЗАО «Желдорипотека» принял решение о размещении облигаций серии 01 на сумму 1.5 млрд. рублей и серии 02 на сумму 2.5 млрд. рублей /Cbonds/

ООО «Моторостроитель-Финанс» приняло решение о размещении второго выпуска облигаций сроком на 3 года на сумму 1 млрд. руб. /Финам/

## Российский долговой рынок

Вчерашний день на рынке рублевого долга был небогат на события – хотя обороты по некоторым ликвидным сериям 1-2 эшелонов оставались довольно заметными, изменения котировок по итогам дня было незначительным.

Газпром-8 по итогам дня подрос в цене еще на 4 б.п., при этом 4 и 5 выпуски эмитента подешевели на 8 и 15 б.п. соответственно. Кроме того, небольшое снижение можно было наблюдать в выпусках Мечела-2 (-5 б.п.), ЦТК-4 (-12 б.п.), 39 Москвы (-6 б.п.).

Виктория-2 по итогам дня подорожала на 11 б.п.: на текущий момент этот выпуск остается одним из наиболее недооцененных в сегменте ритэйла, потенциал снижения доходности мы оцениваем в 40 – 50 б.п.

Похоже, что плавный рост котировок, имевший место на прошлой неделе, взял небольшую паузу – участники готовятся к предстоящему шквалу первичных размещений. В среду на первичном рынке общий объем предложения составит 22 млрд. рублей, главным образом из-за нового выпуска Мособласти. Учитывая текущую конъюнктуру денежного рынка, мы полагаем, что такой объем предложения не является особой угрозой – хотя прогнозы организаторов по некоторым выпускам, на наш взгляд, выглядят чересчур агрессивно.

Сегодня на ММВБ размещаются выпуски Банка Солидарность и торговой сети Виват-Финанс: доходность к оферте по последней мы оцениваем на уровне 11.8% - 12% к оферте (см. «Кредитный комментарий»).

Яков Яковлев  
y.yakovlev@zenit.ru

### Динамика ценовых индексов ZETBI

	Индекс	день	неделя
Zetbi OFZ	114,12	-0,01%	0,06%
Zetbi Muni	111,93	0,01%	0,05%
Zetbi Corp	111,14	0,05%	0,01%
Zetbi Corp10	118,30	-0,03%	-0,04%

Источник: Банк ЗЕНИТ

### Торги и изменения в субфедеральном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
МГор39-об	392,34	-0,06
МГор38-об	113,91	0,19
СамарОбл 3	40,73	0,05
НовсибО-05	35,77	-0,07
КОМИ 8в об	17,03	-5,00

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

### Торги и изменения в корпоративном сегменте

Инструмент	Объем, млн. руб.	Изменение цены, б.п.
ГАЗПРОМ А8	1144,18	0,04
Мечел 2об	591,37	-0,05
МОЭСК-01	563,66	-
МельнКомб	404,75	0,77
АИЖК 7об	305,31	0,02

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

## Кредитный комментарий

Сегодня на рынке дебютирует очередная региональная сеть продуктового ритейла – ТС «Виват». Компания размещает заем на 1 млрд. руб., по которому предусмотрена полуторагодовая оферта. На текущий момент сеть представлена исключительно на рынке г. Пермь и Пермского Края, однако в течение ближайших двух лет планируется выход в еще два региона. Сеть «Виват» объединяет 43 магазина (преимущественно супермаркеты) с совокупной выручкой \$167.7 млн. в 2006 г.

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

ТС «Виват» входит в ГК «НормаН-Виват», объединяющей помимо продуктовой розницы сеть алкогольных супермаркетов, оптовую торговлю алкогольной продукцией, сети кафе, пивных ресторанов и т.д., т.е. в совокупности 20 юрлиц. ТС «Виват» объединяет семь компаний, четыре из которых (в т.ч. СVP «Виват-Финанс») выступают участниками займа. Заем привлекается на продуктовую розничную сеть

Поручителями по займу являются три компании, на которые приходится более 90% торгового оборота ТС «Виват», порядка 80% основных средств, отраженных в управленческом балансе (держатель недвижимости – поручитель ТК «Виват»), а также чуть более половины управленческой чистой прибыли. Оставшаяся часть чистой прибыли, по видимому, распределена между оставшимися тремя компаниями, входящими в ТС «Виват», а именно торговыми операторами по Пермскому Краю, управление торговыми потоками которых передано одному из поручителей «Виват-Трейд», начиная с 2007 г. Кроме того, на балансах трех поручителей отражено 87% долгового бремени ТС «Виват». При этом средняя ставка по кредитам компании достаточно высокая и составляет 12.34%. Помимо ТК «Виват» (недвижимость) и «Виват-Трейд» (магазины у дома / супермаркеты) в поручительстве участвует «Виват-Пермь», развивающий формат гипермаркета. В настоящее время у компании только один гипермаркет, на который приходится 18% управленческой выручки сети.

С точки зрения географии продаж, сеть осуществляет деятельность в регионе, характеризующимся достаточно высокими темпами розничного оборота, а также доходами и потребительскими расходами населения выше среднероссийского уровня. Это говорит не только о привлекательности и перспективности данного рынка, но и, как следствие, о весьма высокой конкуренции в настоящее время и ее обострении в будущем. Основным местным конкурентом ТС «Виват» на рынке Перми является сеть «Семья», на долю которой в организованном продуктом ритейле Перми пришлось в 2006 г. 39% против 49% у ГК «НормаН-Виват». При этом из приведенных 49% доля непосредственно продуктовой ТС «Виват» составила лишь 8%. Оставшиеся 40%, судя по всему, были обеспечены алкогольными супермаркетами, входящими в ГК. Среди федеральных игроков на рынке Перми представлены франчайзи Пятерочки, доля которых составила менее 5%. Выход на пермский рынок МЕТРО Cash&Carry и планы 7 Континента по открытию гипермаркета, должны, скорее всего, негативно сказаться на темпах роста сети.

Тенденция выхода крупных сетей в регионы преимущественно за счет дешевых форматов «дискаунтера» и «гипермаркета» представляет основной риск для местных сетей, которые могут не выдержать ценовой конкуренции. С другой стороны, с ростом интереса к регионам местные игроки становятся «объектом борьбы» крупных сетей. В связи с этим, основным фактором, который может обусловить позитивный взгляд на большинство региональных сетей, в ближайшее время может стать их привлекательность с точки зрения потенциальных сделок M&A. Здесь возможны два варианта: либо слияние с конкурентами регионального уровня в целях повышения устойчивости на фоне экспансии крупных сетей, либо покупка мелких и средних сетей федеральными игроками. Учитывая, что в отношении ТС «Виват» уже велись переговоры о возможной продаже, нельзя исключать, что сеть станет одним из первых претендентов на поглощение стратегическим инвестором, учитывая, что потенциал органического роста становится все более ограниченным.

50% займа планируется направить на рефинансирование задолженности (доля «коротких денег» - 40%), оставшуюся половину – на финансирование капитальных вложений. На текущий момент ГК «НормаН-Виват» реализует ряд инвестиционных проектов, в частности, реконструкция и строительство двух торгово-развлекательных центров, площади в которых будут частично отведены под собственные супермаркет и гипермаркет, а также частично сданы в аренду сторонним арендаторам. В этой связи одним из рисков ТС «Виват» мы видим риск выведения денежных потоков и привлеченных средств из розничного продуктового оборота с целью финансирования развития смежных бизнесов, входящих в

ГК «НормаН-Виват».

С точки зрения финансовых характеристик, компания отражает хорошую норму прибыли по EBITDA на уровне 8% и планирует ее доведение и поддержание на уровне не ниже 9%. Для сравнения, рентабельность EBITDA Патерсона – 8.7% в 1П2006 г., Холидея – 6% в 2006 г. В текущем году ожидается незначительное ухудшение долгового покрытия: долг/EBITDA прогнозируется на уровне 2.6х по сравнению с 2.0х в 2006 г. (Патерсон – 2.6х в 2006О и 2.0х в 2007П г, Холидей – 6.2 в 2006О и 3.1 в 2007П). В дальнейшем ТС «Виват» прогнозирует поддержание этого соотношения не выше 1.5х. По масштабу бизнеса Виват (выручка в 2006 г. \$167.7 млн.) в два раза уступает и Патерсону (\$393 млн. в 2006П) и Холидею (\$384 млн.) и более сопоставима с Самохвалом (\$261 в 2006П).

Таким образом, с точки зрения относительной стоимости, сеть Виват сопоставима с Паттерсоном по рентабельности и долговой нагрузке, при этом существенно уступая по масштабу и географии бизнеса. По сравнению с Холидеем и Самохвалом, Виват выглядит более привлекательно по первым двум параметрам, но все же уступает по выручке. Спрэд Самохвала, наиболее сопоставимого по масштабу, и кроме того, также развивающего сегмент ТРЦ, составляет 630 б.п. В этом же диапазоне мы оцениваем спрэд Вивата и оцениваем доходность в 11.8-12% к оферте.

## Торговые идеи

### Рублевые облигации

- Лукойл - 4 - потенциал снижения доходности в пределах 15 б.п., справедливый спрэд к ОФЗ оцениваем на уровне 85 б.п.
- Амурметалл-2 – бумага привлекательна для покупки, текущий спрэд бумаг к ОФЗ. выглядит расширенным относительно облигаций Амурметалл-1 (320 б.п. против 285 б.п.)
- УМПО-2 – В течение последних дней облигации УМПО достигли нашего целевого уровня по доходности 8.5% годовых. Учитывая, что по бумагам установлен очень привлекательный на фоне других машиностроительных компаний второго эшелона купон (на уровне 9.5% годовых), а также то, что факт создания госхолдинга еще может оказать дополнительную поддержку авиадвигателестроителям мы меняем нашу рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ.
- Юнимилк - Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ облигации Юнимилка в связи с тем, что потенциал сужения спреда на текущий момент исчерпан. Справедливая, на наш взгляд, разница в спредах к ОФЗ по бумагам Юнимилка и ВБД составляет 150 б.п. Тем не менее, мы позитивно оцениваем перспективы развития и считаем, что у компании есть потенциал улучшения кредитного качества.
- Дикси - Мы меняем рекомендацию с ПОКУПКА на ДЕРЖАТЬ на фоне существенного роста котировок бумаг в течение последнего времени и не исключаем, что поводом для дальнейшего сужения спреда в среднесрочной перспективе может стать запланированное на второй квартал IPO.
- Нутритэк - рекомендуем сохранять позиции в короткой бумаге с относительно высокой доходностью. Кроме того, в среднесрочной перспективе мы не исключаем улучшения кредитного качества Нутритека, если компания реализует планы по IPO (раньше в качестве ориентировочной даты размещения назывался апрель 2007).
- Техносила – несмотря на то, что спрэд приблизился к справедливому, на наш взгляд, уровню 500 б.п., рекомендуем сохранять позиции в бумаге. При этом мы не исключаем дальнейшего снижения доходности в среднесрочной перспективе на фоне позитивного новостного фона об укреплении кредитного качества компании.
- Л'этуаль – Хотя краткосрочный ценовой апсайд по данному выпуску незначительный, бумага интересна для покупки с точки зрения соотношения «риск-доходность». Текущая премия в доходности к Арбат Престижу в достаточной мере компенсирует отсутствие отчетности по МСФО и наличие собственных площадей, учитывая уверенный рост оборотов и наименьшую среди прямых аналогов (Арбат Престиж, Единая Европа) долговую нагрузку.
- ТОП-КНИГА-2 – бумага торгуется со справедливой, на наш взгляд, доходностью, однако привлекательна для покупки с точки зрения соотношения «риск-доходность». От большинства непродовольственных ритейлеров эмитента отличает понятная структура (все денежные потоки генерирует одна компания), при этом стабильный рост бизнеса происходит при отсутствии агрессивной стратегии по увеличению долга.
- НИТОЛ-2 - несмотря на то, что эффект от инвестиционной программы на финансирование которой были использованы средства облигационного займа проявится только в среднесрочной перспективе, тот факт, что в настоящее время компания придерживается намеченного плана мероприятий и достигает при этом запланированных результатов, поддерживает нашу позитивную оценку кредитного качества эмитента и рекомендацию «покупать».
- Инком-Авто-2 – спрэд к ОФЗ по выпуску компании является, на наш взгляд, неоправданно широким по сравнению со спрэдом по бумагам сопоставимого по кредитному качеству Автомира. Мы видим потенциал снижения доходности до 12.2% и рекомендуем облигации к ПОКУПКЕ.
- Пятерочка-2 – справедливый спрэд после привлечения в акционерный капитал, на наш взгляд, составляет 180 – 200 б.п. В то же время стоит отметить, что возможным препятствием для сужения спреда до справедливого с точки зрения кредитного качества уровня может стать растущее предложение бумаги на рынке, по крайней мере, за счет одного отложенного, но не отмененного выпуска. Несмотря на это, мы рекомендуем бумаги Пятерочки к ПОКУПКЕ на среднесрочную перспективу, с целью по спрэду к ОФЗ в 200 б.п.
- Карусель – несмотря на заметный рост в последнее время, на наш взгляд, остается привлекательной для ПОКУПКИ. Текущий спрэд Карусели к ОФЗ сохраняет существенную премию к аналогичному спрэду Пятерочки (275 б.п. против 220 б.п.)

- Виктория-2: потенциал сужения спреда к ОФЗ 40-50 б.п.  
Справедливую доходность Виктория-2 мы оцениваем в 10.5% - 10.6% и рекомендуем бумагу к ПОКУПКЕ. На наш взгляд, Виктория-2 должна торговаться с более низкой доходностью по сравнению с Дикси, учитывая более хорошие финансовые показатели, а также предстоящую подготовку аудированной отчетности, что, несомненно, должно повлиять на сужение спредов.

## Валютные облигации

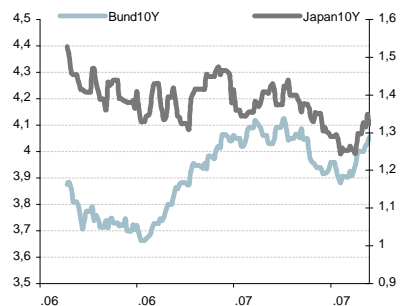
- Система-11: потенциал снижения премии к МТС-10 до 40 б.п.  
После повышения разницы в рейтингах бондов между Системой и МТС, спред в 70 б.п., на наш взгляд, неоправданно широкий.
- Межпромбанк-10 и Союз-10: потенциал снижения доходности 20-30 б.п.  
Мы полагаем, что выпуски банков с рейтингами В1/В должны торговаться в одном диапазоне 9-9.1% (Славинвест, Банк СПб), при этом некоторая разница в дюрациях может быть компенсирована большими масштабами бизнеса в случае Межпромбанка и поддержкой сильного акционера «Базовый Элемент» в случае Союза.
- Локо-банк-10: потенциал снижения доходности 30-40 б.п.  
Мы полагаем, что премия за разницу в рейтингах в одну ступень и меньшие масштабы бизнеса относительно банков торгующихся в диапазоне 9-9.3% не должна превышать 40 б.п.

# Приложение 1. Индикаторы мировых рынков

Инструмент	Дата	Значение	Изменение, б.п.		
			день	месяц	год
UST 2 yr	4/23/2007	4,62	-3	1	-25
UST 10 yr	4/23/2007	4,64	-3	3	-34
UST 30 yr	4/23/2007	4,82	-2	2	-24
Bund 2 yr	4/20/2007	4,14	0	18	82
Bund 10 yr	4/20/2007	4,20	1	20	26
Bund 30 yr	4/20/2007	4,37	0	19	16
Fed Fund	4/20/2007	5,25	0	0	50
Libor 1 mo	4/20/2007	5,32	0	0,0	36
Libor 6 mo	4/20/2007	5,35	1	3,9	14
Libor 12 mo	4/20/2007	5,27	1	7	-5
S&P 500	4/23/2007	1480,93	-0,23%	3,12%	13,21%
Nasdaq Composite	4/23/2007	2523,67	-0,11%	3,05%	8,16%
RTS	4/23/2007	1973,67	0,10%	3,09%	21,15%
EURUSD	4/24/2007	1,3560	-0,13%	1,71%	9,46%
USDJPY	4/24/2007	118,48	-0,15%	0,30%	3,34%
USDRUB	4/24/2007	25,78	0,06%	-0,89%	-5,97%
EURRUB	4/24/2007	34,96	-0,06%	0,82%	2,93%
Brent 1m Future	4/24/2007	68,00	#ДЕЛ/0!	7,63%	-6,85%
Gold	4/24/2007	686,60	-0,37%	4,44%	10,62%

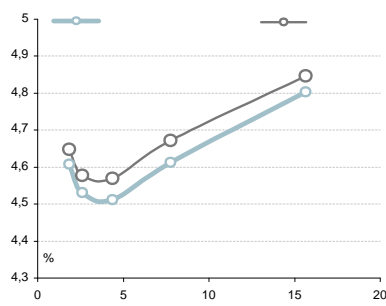
Источник: Bloomberg

Динамика доходности 10Y немецких и японских бондов



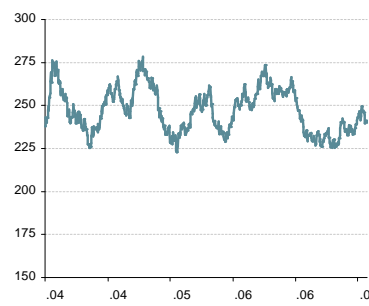
Источник: Bloomberg

Кривая доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Спрэд между UST10 и UST10 с защитой от инфляции



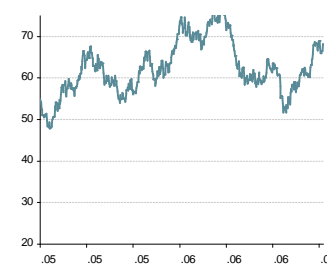
Источник: Bloomberg

Bond	Date	Current Spread	Change, bp				YTM
			day	week	month	year	
Russia-30*	4/23/2007	113,93%	25	45	23	475	5,60
UMS-31*	4/20/2007	130,70%	7	178	134	1140	5,90
Turkey-30*	4/23/2007	156,19%	41	113	181	245	6,93
Venezuela-27*	4/20/2007	122,07%	11	-77	-294	-404	7,17
EMBIG	4/23/2007	164	1	0	-6	-7	-
EMBIG Russia	4/23/2007	98	-1	-2	-4	-1	-
EMBIG Brazil	4/23/2007	148	2	-6	-19	-42	-
EMBIG Mexico	4/23/2007	109	2	1	-7	-6	-
EMBIG Turkey	4/23/2007	200	-5	-3	-16	-7	-
EMBIG Venezuela	4/23/2007	228	1	7	21	45	-

\* - Указаны котировки

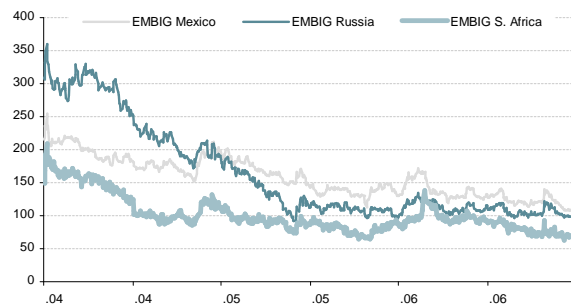
Источник: J.P. Morgan, Bloomberg

Динамика цен на нефть сорта Brent



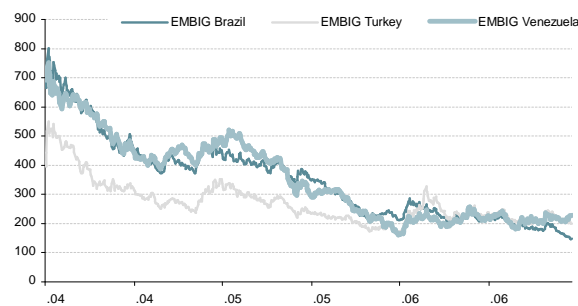
Источник: Bloomberg

Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

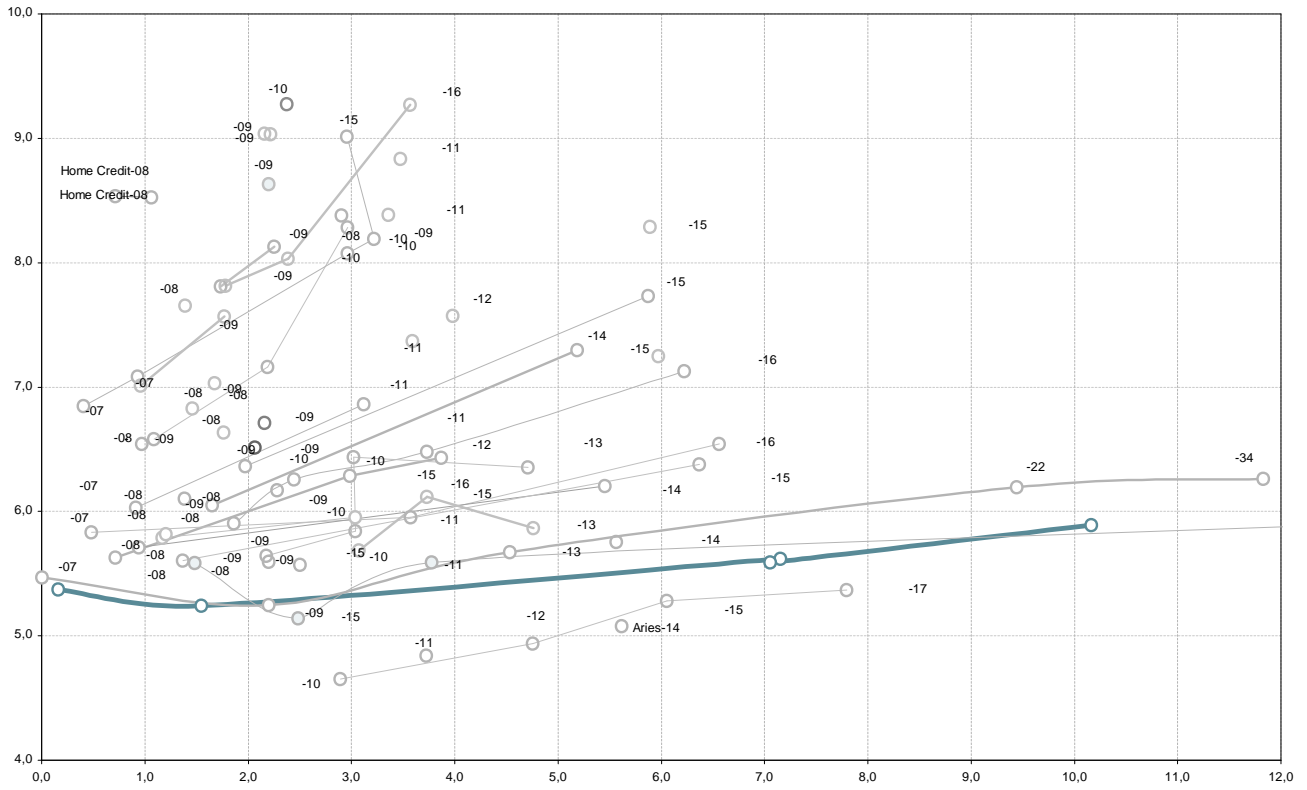
Динамика EMBIG Spread для отдельных сегментов



Источник: J.P. Morgan

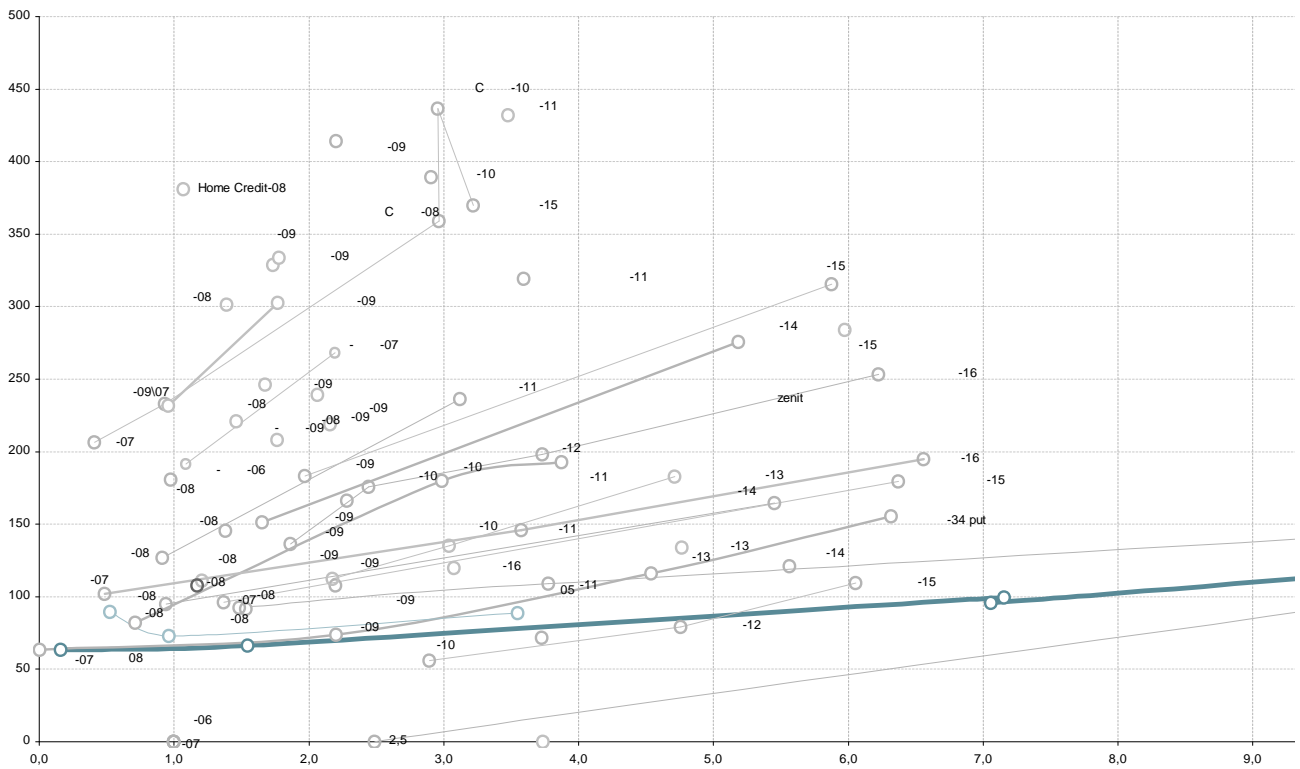
# Приложение 2. Российский рынок еврооблигаций

**Кривая доходности российских еврооблигаций**



Источник: Bloomberg

**Кривая спредов российских еврооблигаций**



Источник: Bloomberg

## Котировки российских еврооблигаций

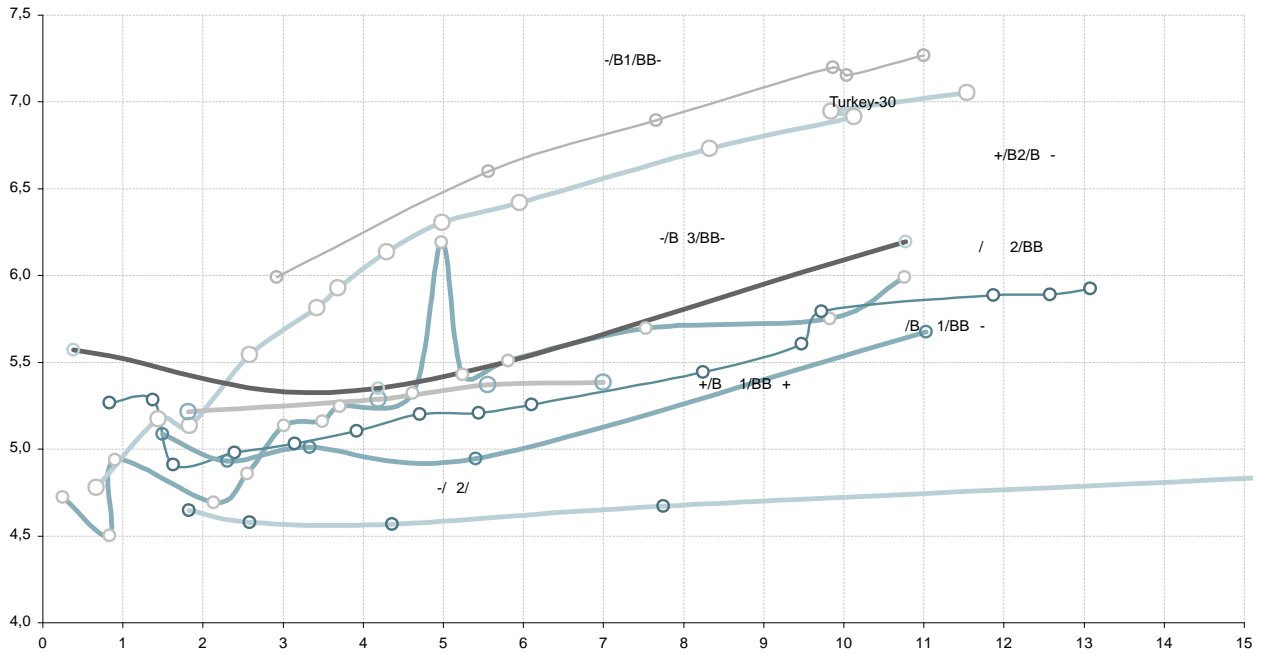
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
<b>Sovereign</b>									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	100,68	100,72	5,49	0,16	55
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,60	104,70	5,25	1,55	194
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	144,14	144,39	5,63	7,16	98
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	182,13	182,38	5,90	10,17	116
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	7,500	Baa2/BBB+/BBB+	113,88	113,98	5,60	7,06	84
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	98,46	98,54	5,83	0,52	82
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	97,35	97,45	5,62	0,96	68
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	91,10	91,30	5,48	3,55	88
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	101,60	101,70	4,01	0,49	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	107,75	108,00	4,34	2,20	22
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	127,61	127,89	5,10	5,62	51
<b>Regional</b>									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa1/-/BBB+	106,02	106,27	4,87	3,73	74
<b>Oil &amp; Gas</b>									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB	100,01	100,01	5,47	0,00	50
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB	111,78	112,08	5,31	2,20	74
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB/BBB-	109,33	109,70	4,71	2,89	58
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB	119,00	119,42	5,71	4,54	116
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	A3	103,56	103,81	5,30	6,06	114
Gazprom-17 EUR	11/2/2017	500	5,440	BBB/BBB-	100,19	100,59	5,39	7,80	120
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB+/BBB	105,37	105,62	6,56	8,27	189
Gazprom-22 \$	3/7/2022	1 300	6,510	BBB/BBB-	102,76	103,01	6,21	9,44	153
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	A3/BBB/BBB-	130,34	130,59	6,27	11,83	148
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba1/BB+	108,17	108,47	5,59	1,53	91
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BBB-	102,50	102,63	5,96	0,49	94
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BBB-	103,13	103,38	5,99	3,58	145
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BBB-	106,27	106,52	6,56	6,56	194
Transneft-14 \$	3/5/2014	1 300	5,670	A2/BBB+/-	99,26	99,51	5,78	5,57	121
<b>Telecommunications</b>									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	102,89	103,00	5,70	0,72	75
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	106,15	106,40	6,33	2,99	179
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	106,07	106,32	6,46	3,87	193
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba2/BB+	107,84	108,09	5,96	1,87	136
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba2/BB+	104,14	104,39	6,30	2,45	176
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba2/BB+	107,02	107,27	6,51	3,73	198
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba2/BB+	107,15	107,40	7,15	6,23	253
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	Ba3/BB	104,10	104,35	6,22	2,28	166
<b>Industrials</b>									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/B+	103,75	103,89	6,11	0,91	122
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/B+	106,30	106,55	6,90	3,12	236
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	B3/-/B-	101,17	101,42	7,10	1,68	246
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	103,16	103,41	5,65	2,20	108
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB	102,44	102,65	6,18	1,38	143
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	104,00	104,37	6,16	1,66	151
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	110,16	110,54	7,33	5,19	275
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B1/B+	101,82	101,98	6,62	0,98	176
Alosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	102,24	102,37	5,77	0,94	90
Alosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	115,65	115,90	6,23	5,45	164
Eurochem-12 \$	3/21/2012	300	7,875	-/BB-/BB-	100,96	101,21	7,60	3,98	307
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	Ba3/BB	109,11	109,36	6,42	1,972	183
Evrzholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	102,92	103,17	7,75	5,876	315
TMK-08 \$	9/29/2009	300	8,500	B2/B+/-	103,68	103,93	6,77	2,158	219
Kazanorgsintez-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	101,39	101,52	8,85	3,477	432
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB+	102,52	102,77	7,27	5,973	266
SUEK-08	10/24/2008	175	8,625	-	101,56	101,91	7,37	1,38	263
<b>Banks</b>									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	A2/BBB	101,41	101,66	6,67	2,50	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	101,87	101,97	5,62	1,48	91
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	107,19	107,44	5,62	3,78	109
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	102,74	102,99	6,71	2,49	64
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	104,31	104,56	5,92	13,23	112
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BBB-	102,14	102,34	5,68	1,37	94
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	100,53	100,78	6,40	6,37	179
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1 /*+/-/B /*+	103,54	103,79	6,70	1,77	208
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/BB-	100,27	100,48	7,73	1,39	299
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB/BB-	101,01	101,29	6,70	1,09	187
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba2/-/BB-	101,17	101,57	7,25	2,19	268
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B+/B+	100,78	101,03	9,48	2,96	379
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	105,00	105,25	5,70	2,18	112
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	104,63	104,88	5,88	3,04	134
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	104,60	104,85	6,38	4,71	183

Bank Soyuz-10 \$	2/16/2010	125	9,375	B3/-/B-	99,97	100,22	9,33	2,38	478
Bank ZENIT-09 \$	2/16/2010	200	8,750	B1/-/B	99,92	100,27	8,71	2,20	414
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,14	101,29	5,85	1,17	104
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,63	100,76	6,92	3,04	144
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B/B+	104,38	104,75	8,44	3,36	391
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,34	100,80	7,94	1,78	333
Nomos-10 \$	2/2/2010	200	8,188	Ba3/B+	100,11	100,36	8,08	2,39	354
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B+	101,47	101,72	10,11	3,57	477
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,95	100,32	7,91	1,74	329
Petrocommerce-09 \$	12/17/2009	425	8,750	Ba3/B+	101,31	101,43	8,16	2,25	360
Promsviazbank-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B+	100,83	101,08	8,42	2,91	388
Promsviazbank-11 \$	10/20/2011	225	8,750	Ba3/B+	100,48	100,89	8,56	3,64	403
Promsviazbank-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/B-	102,26	102,66	9,01	3,81	447
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	103,55	103,80	5,73	3,08	119
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	106,33	106,58	5,89	4,77	134
Rusagrobank-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/BBB	102,99	103,24	7,23	3,74	162
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	WR/B+	#N/A N.A.	#N/A N.A.	#N/A N.A.	#N/A N.A.	#N/A N Ap
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,27	100,37	6,98	0,41	197
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,83	100,97	7,16	0,93	228
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	98,04	98,29	8,12	2,96	358
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	101,20	101,45	8,23	3,22	370
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	99,30	99,55	9,69	2,95	452
Russian Standard-9 E	9/16/2009	400	6,825	Ba2/B+	100,32	100,62	6,58	2,07	247
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	103,91	104,16	7,89	2,12	339
Slavinvestbank-09 \$	12/21/2009	100	9,875	B1/-/B- /*+	101,67	101,92	9,09	2,22	453
Sibacadembank-09 \$	5/12/2009	351	9,000	B1e/-/B	102,41	102,66	7,63	1,77	302
Sibacadembank-11 \$	11/16/2011	300	8,300	B1e/-/B	103,01	103,42	7,42	3,59	329
Ursa bank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-	102,49	102,75	7,14	0,96	227

Источник: Bloomberg

# Приложение 3. Еврооблигации развивающихся рынков

**Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков**



Источник: Bloomberg

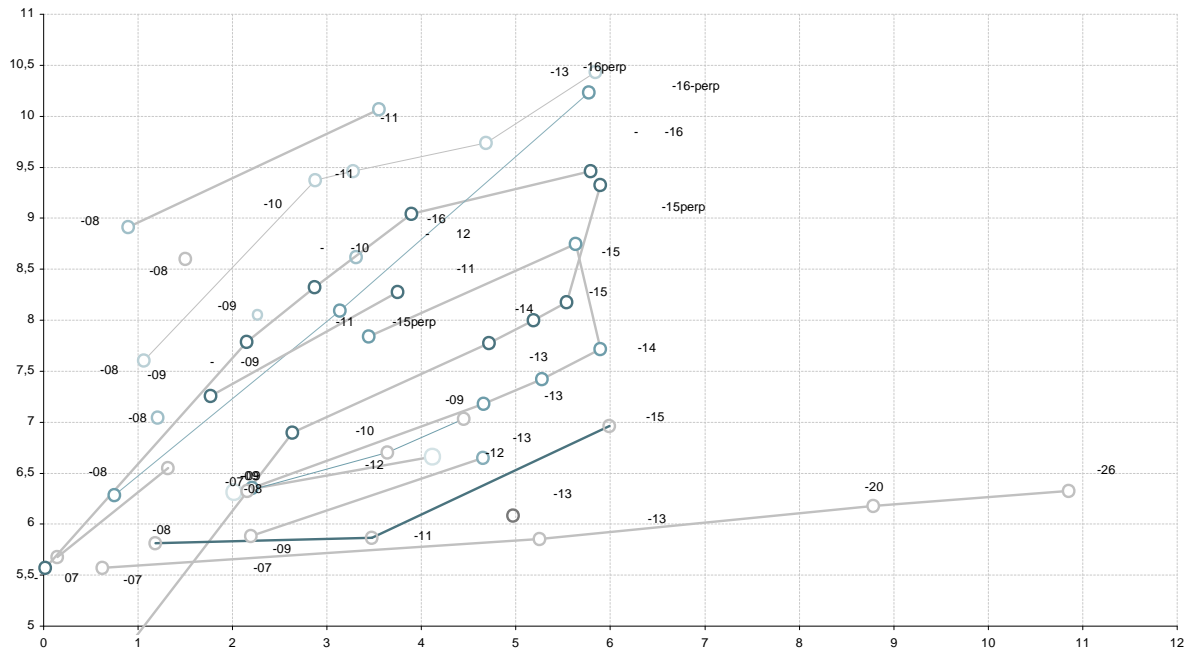
**Котировки еврооблигаций развивающихся рынков**

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid Price	Ask Price	YTM,%	Modified Duration
<b>Brazil</b>								
A-Bond	1/15/2018	4 509	8,00	BB/Ba2/-	113,79	113,99	6,19	4,98
Brazil-40	8/17/2040	5 157	11,00	BB/Ba2/BB	136,13	136,18	5,51	5,81
<b>Turkey</b>								
Turkey-30	1/15/2030	1 500	11,88	BB-/Ba3/BB-	155,97	156,41	6,91	10,13

Источник: Bloomberg

# Приложение 4. Еврооблигации стран СНГ

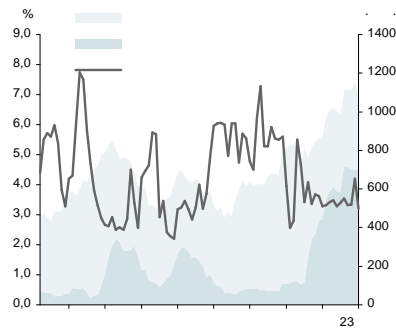
## Кривая доходности еврооблигаций стран СНГ



Источник: Bloomberg

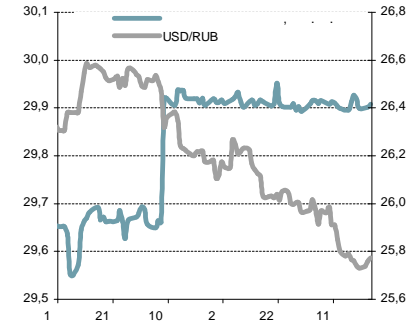
# Приложение 5. Индикаторы российского рынка облигаций

Показатели рублевой ликвидности



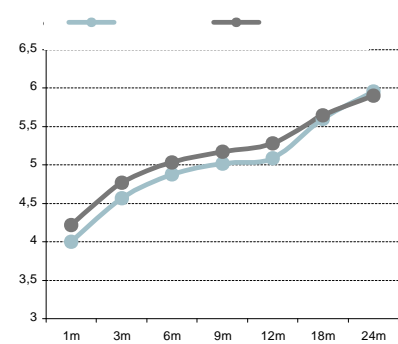
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика валютного рынка



Источник: Reuters

Кривая доходности NDF на курс руб/долл.

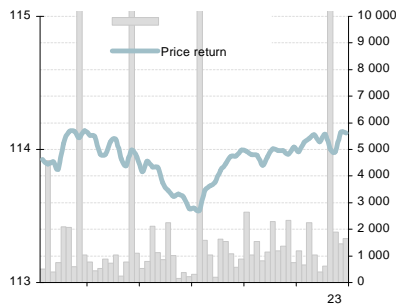


Источник: Reuters

Инструмент	Дюрация, лет	Доходность по срвзв цене, % год	Цена, %		НКД (%)	Изм срвзв цены, б.п.	
			посл	ср взв		день	неделя
SU46001RMFS2	0,86	5,66	103,95	103,84	1,096	-	0,143
SU25060RMFS3	1,91	5,98	99,95	99,90	1,303	-	0,053
SU46018RMFS6	8,53	6,52	111,27	111,28	0,986	-0,004	0,043
SU46020RMFS2	12,78	6,80	102,60	102,63	1,286	-0,045	-0,089
МГор31-об	0,12	2,07	100,95	100,95	1,698	-	0
МГор40-об	0,54	5,74	102,40	102,40	2,384	-	0
МГор29-об	1,08	6,11	104,35	104,35	3,808	-	0
МГор38-об	3,11	6,24	113,00	112,49	3,233	0,19	0,49
МГор39-об	5,48	6,52	110,05	110,05	2,521	-0,06	-0,05
ВТБ - 5 об	0,16	3,92	100,35	100,35	1,495	-	-
РЖД-02обл	0,62	6,18	101,01	101,01	2,930	-	0,51
ГАЗПРОМ А6	2,14	6,67	100,80	100,80	1,409	-	-0,15
ФСК ЕЭС-02	2,79	7,08	103,56	103,61	2,667	-0,01	-0,06
РЖД-07обл	4,51	7,02	103,00	102,94	3,289	-0,04	0,04

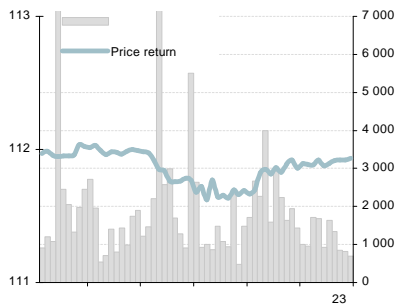
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETVI OFZ и объема торгов в сегменте



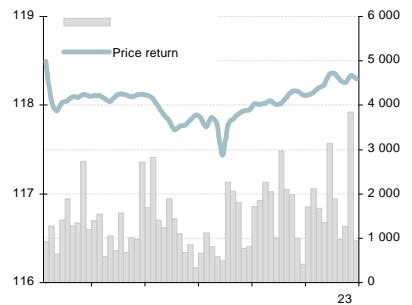
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценового индекса ZETVI Muni и объема торгов в сегменте



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика индекса ZETVI Corp 10 и объема торгов в сегменте \*



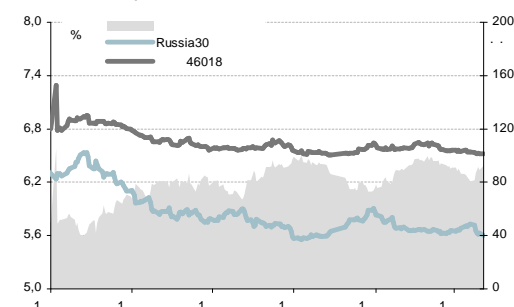
Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Ближайшие первичные размещения

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор
24 апр	Солидарность-2	950	БК Регион
24 апр	Виват-Финанс	1 000	Атон
24 апр	Чувашия	1 000	Росбанк
25 апр	ЮЛК-Финанс	1 000	Уралсиб
25 апр	ВАО Интурист	1 000	Райффайзенбанк
25 апр	КД-Авиа	1 000	Банк ЗЕНИТ
25 апр	Ленэнерго-3	3 000	Альфа-Банк, ВТБ
25 апр	Московская область	16 000	БФА, Банк Москвы
26 апр	Томск-Инвест	500	ИК Ист Капитал
26 апр	Якутия-7	2 500	Траст
26 апр	ОГК-6	5 000	ММБ, Росбанк

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика спреда ОФЗ 46018 и Russia 30

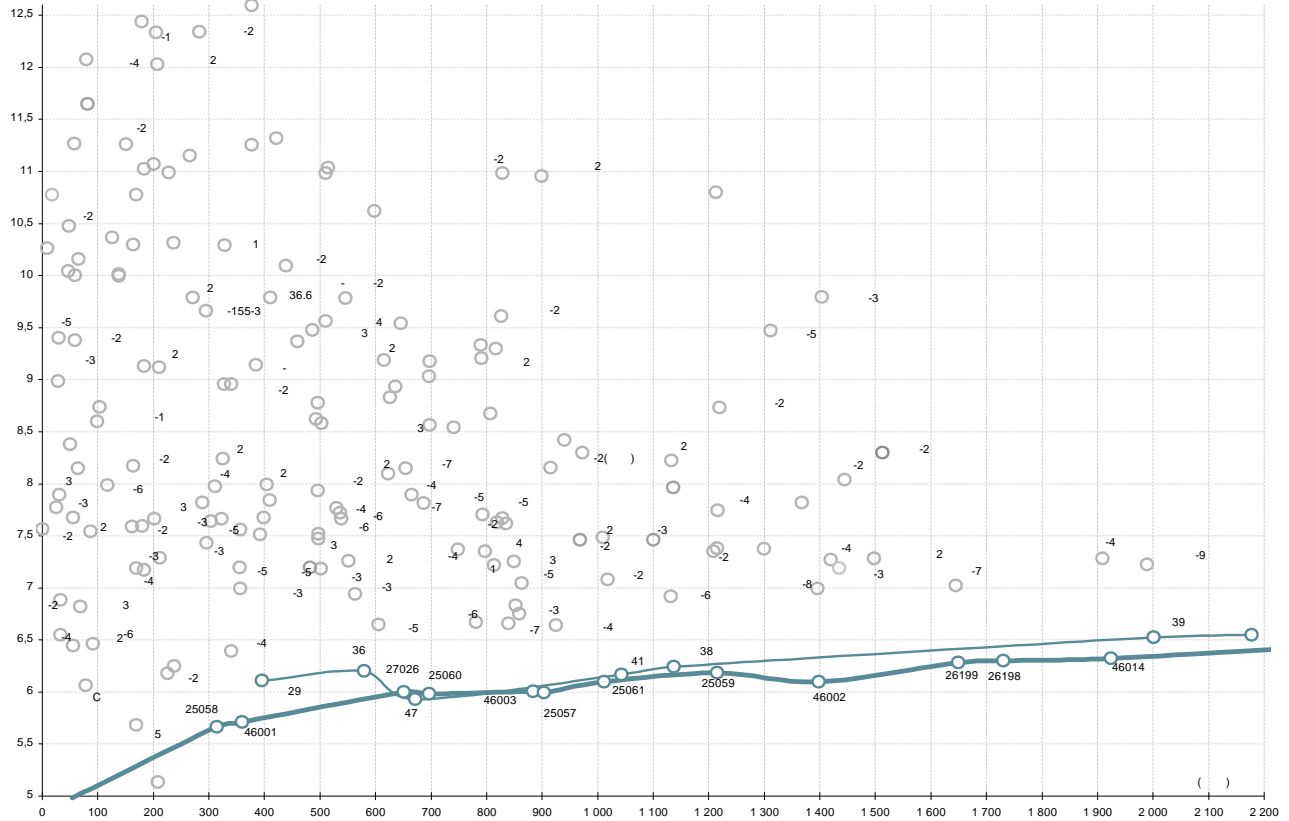


Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

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

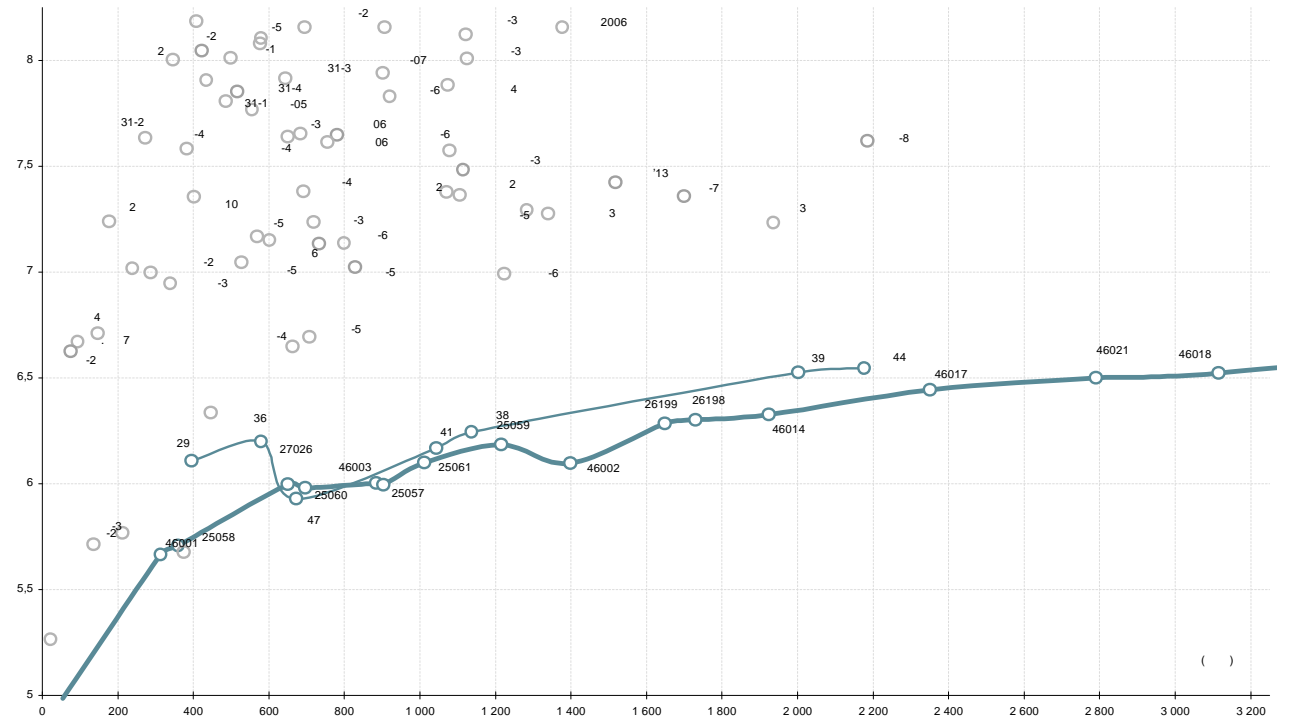
# Приложение 6. Российский долговой рынок

## 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 погашения	Кол-во сделок	Сумма сделок, млн. руб.	Цена		НКД (%)	Изм срвзв цены		Доходность по срвзв цене, % год		Дюрация, лет
						посл	ср взв		день	неделя	погашение	оферта	
<b>Государственные облигации</b>													
SU27025RMFS4	13.06.07	6,00	51	0	0,00	100,20	100,14	0,658	-	-0,02	4,99		0,15
SU46001RMFS2	13.06.07	10,00	506	0	0,00	103,95	103,84	1,096	-	0,14	5,66		0,86
SU25058RMFS7	02.05.07	6,30	373	1	5,11	100,70	100,70	1,416	-	-0,10	5,71		0,98
SU27026RMFS2	13.06.07	7,00	688	0	0,00	101,10	101,10	0,767	-	-0,14	6,00		1,78
SU25060RMFS3	02.05.07	5,80	737	0	0,00	99,95	99,90	1,303	-	0,05	5,98		1,91
SU46003RMFS8	18.07.07	10,00	1178	0	0,00	110,15	110,14	2,630	-	-0,14	6,00		2,42
SU25057RMFS9	25.04.07	7,40	1003	1	4,40	103,87	103,87	1,804	-0,03	0,37	6,00		2,47
SU25061RMFS1	09.05.07	5,80	1108	12	99,23	99,55	99,55	1,192	0,00	0,01	6,10		2,77
SU25059RMFS5	25.04.07	6,10	1367	12	12,57	100,17	100,18	1,488	-	-0,04	6,19		3,33
SU46002RMFS0	15.08.07	9,00	1934	0	0,00	109,90	109,95	1,677	-	0,09	6,10		3,83
SU26199RMFS8	18.07.07	6,10	1906	0	0,00	99,85	99,83	0,084	-	0,03	6,28		4,52
SU46014RMFS5	12.09.07	9,00	4146	0	0,00	109,24	109,24	0,986	-	0,16	6,33		5,27
SU26198RMFS0	04.11.07	6,00	2020	1	101,37	98,58	98,58	2,795	0,06	0,08	6,30		4,74
SU46017RMFS8	16.05.07	8,50	3390	13	173,64	106,29	106,29	1,583	-0,01	-0,02	6,44		6,44
SU46018RMFS6	13.06.07	9,00	5329	22	527,65	111,27	111,28	0,986	0,00	0,04	6,52		8,53
SU46020RMFS2	15.08.07	6,90	10516	29	725,35	102,60	102,63	1,286	-0,05	-0,09	6,80		12,78

## Субфедеральные облигации

31-  
42-  
40-  
43-  
29-  
41-  
38-  
39-  
44-  
4  
5  
- 01  
31-1  
31-2  
31-3  
3  
06  
5  
6  
7  
1  
.  
.3  
.4  
.5  
.6  
.  
-2  
.  
-3  
1  
-2004  
5  
-10  
-02  
-05  
-04  
-06

## Корпоративные облигации

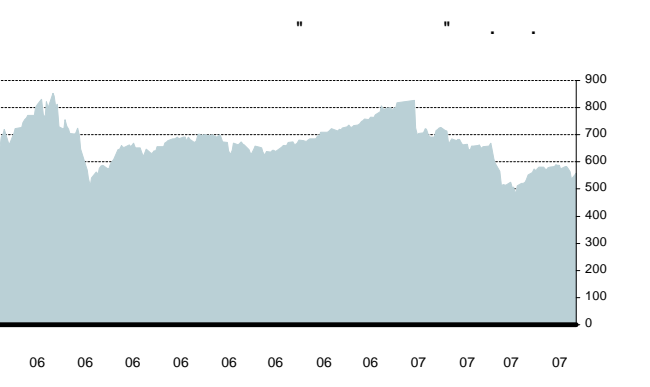
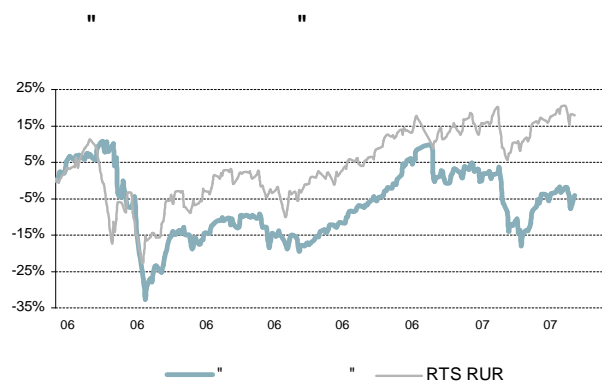
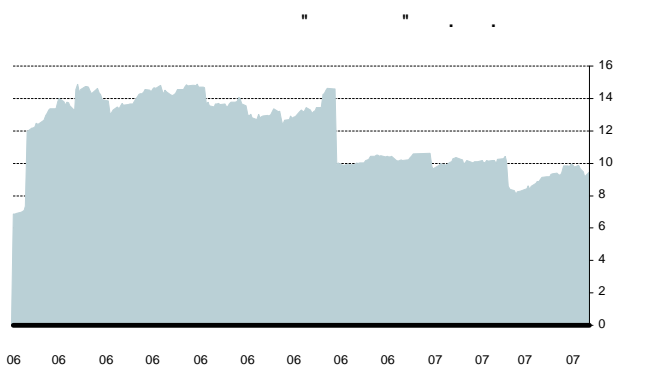
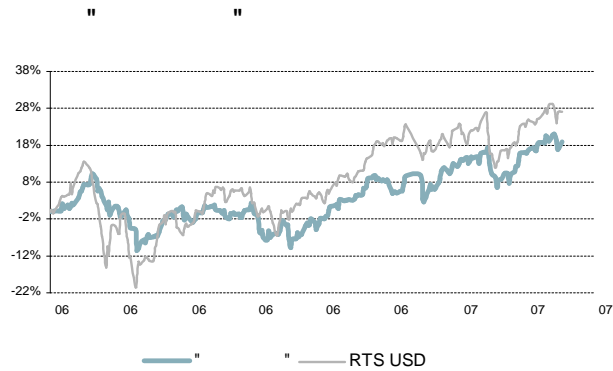
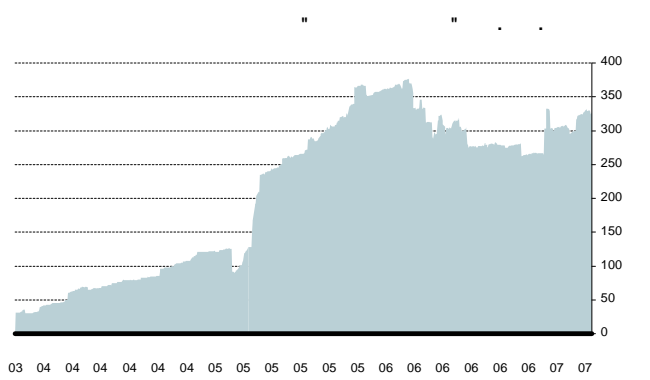
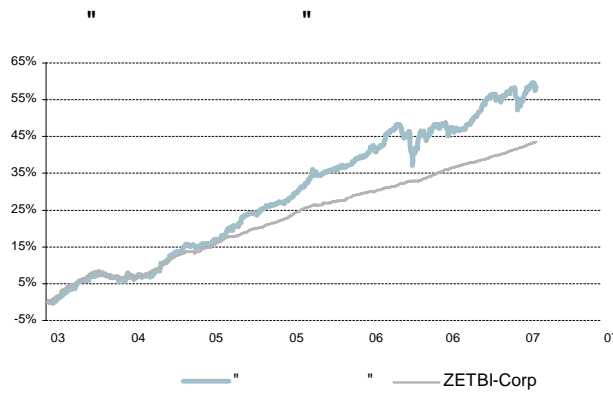
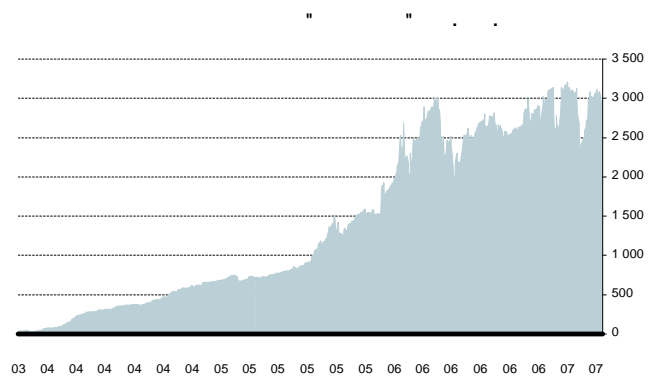
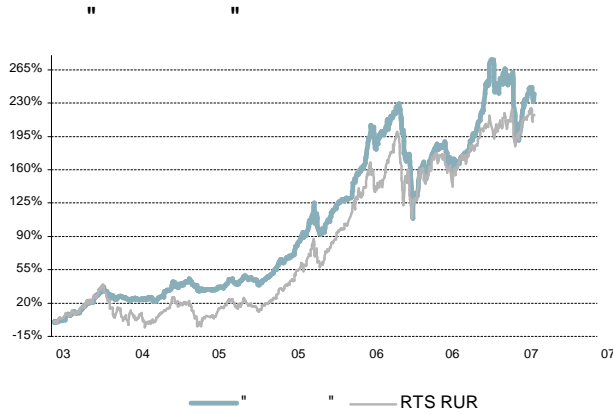
3  
-1  
1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
- -1  
-01  
-01  
-01  
-02  
36 6  
01  
03  
- -1  
2  
2  
-2  
-3  
-4

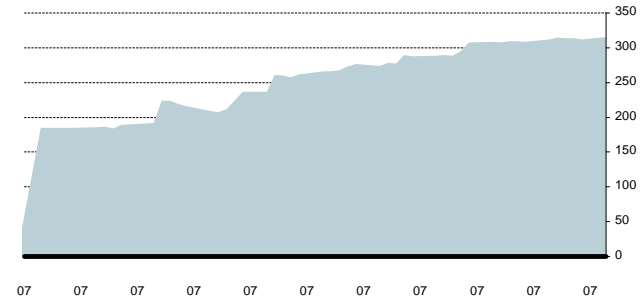
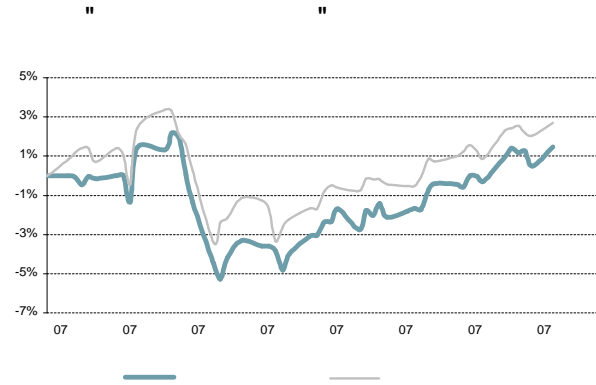
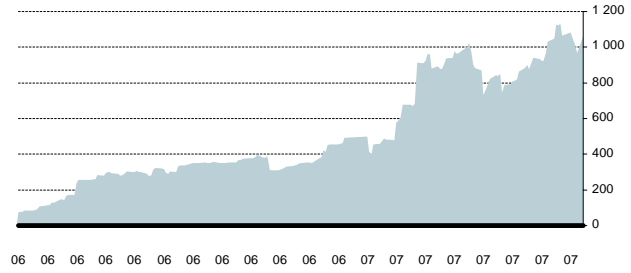
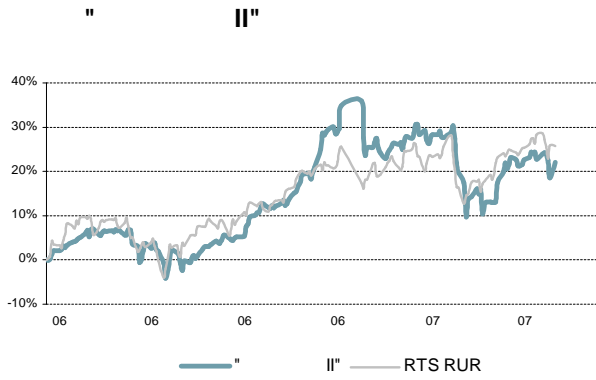
Инструмент	Дата купона	Ставка купона,	Дней до		Кол-во сделок	Сумма сделок,	Цена		НКД (%)	Изм срвзв		Доходность по		Дюрация, лет
			пога-	оферты			посл	ср взв		день	неделя	пога-	оферта	
- 4														
3														
1														
2														
02														
03														
-1														
-2														
- 2														
. 01														
-2														
01														
01														
02														
01														
02														
2														
3														
4														
-02														
01														
02														
1														
2														
3														
01														
3														
-1														
2														
-														
01														
02														
1														
-1														
1														
2														
1														
02														
-03														
-04														
-02	20.06.07	10,20	968	422	5	13,40	100,00	100,00	3,465	-	-0,06	-	10,43	1,08
-5	04.10.07	7,50	1620	892	7	60,20	99,90	99,94	0,370	-0,08	-0,14	-	7,67	2,27
1														
-2														
-5														
1														
-														
2														
1														
-02														
-03														
-06														
-07														
2														
3														
-2														
-3														
-4														
-5														
-6														
-7														
-1														
-02														
2														

Инструмент	Дата купона	Ставка купона,	Дней до		Кол-во сделок	Сумма сделок,	Цена		НКД (%)	Изм срвзв		Доходность по		Дюрация, лет
			пога-	оферты			посл	ср взв		день	неделя	пога-	оферта	
-1														
2														
3														
4														
-4														
-5														
-6														
01														
1														
-1														
2														
02														
1														
-1														
-02														
-03														
- 1														
-2														
2														
4														
5														
06														
07														
2														
3														
5														
6														
-01														
-02														
-03														
-04														
-05														
-2														
-3														
-4														
-4														
-5														
01														
02														
-03														

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Приложение 7. ОФБУ Банка ЗЕНИТ





( )

\* \*\* 1 1 . 6 .\*\* 1 .\*\* , % \*\*

	239,76%	-8,37%	2,53%	5,64%	26,29%	10,37%	39,06	1,64
	58,52%	1,39%	0,66%	1,24%	7,95%	8,51%	13,78	0,75
	-4,05%	-11,45%	3,94%	5,05%	15,69%	-5,99%	9,84	-1,11
	18,94%	8,56%	1,81%	2,69%	27,73%	18,80%	7,24	1,57
II	22,00%	-9,55%	2,98%	3,83%	20,81%	-	9,15	-
	1,47%	-	0,97%	3,22%	-	-	1,94	-
RTS USD ***	265,82%	2,69%	0,10%	3,09%	24,48%	24,70%	44,90	1,60
RTS RUR***	217,57%	0,14%	-0,06%	2,11%	19,09%	15,80%	41,59	1,38
ZETBI-Corp	43,62%	2,91%	0,15%	0,90%	4,81%	9,48%	9,93	0,60
	2,70%	6,35%	0,64%	3,36%	-	-	1,70	-

(\*) " " " " - 08.12.2003  
 " " " " - 11.04.2006  
 " II" " " - 24.07.2006  
 " " " " - 09.02.2007

(\*\*) "-",

(\*\*\*) RTS RUR,

- 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
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
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@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
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@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.