

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

США	2
Еврооблигации России	3
Рынок рублевых облигаций	4
Первичные размещения	6
Приложение	11

События января подтверждают наше мнение о неизменности ставки на протяжении как минимум первой половины 2007 года. На этом фоне доходности казначейских бумаг в ближайшее время будут торговаться в диапазоне 4.8-5%.

В российских корпоративных евробондах мы рекомендуем Межпромбанк-10, Систему-11, Вымпелком-16 и Синек-15.

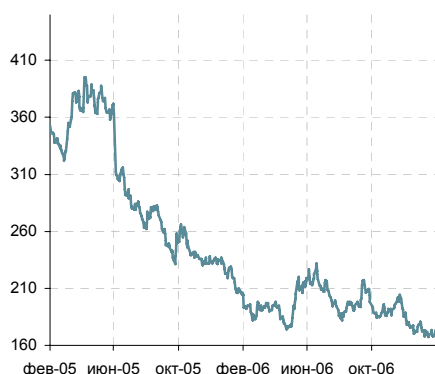
В целом, мы довольно консервативно настроены относительно перспектив роста рынка в ближайшее время. С одной стороны, динамика базовых активов будет задавать тон обще-рыночному настроению. С другой - мы полагаем, что поддержка внутренних факторов, четко прослеживающаяся в начале года, будет постепенно ослабевать.

Несмотря на достаточно оптимистичный настрой участников рынка в первые дни февраля, мы рекомендуем инвесторам сконцентрировать свое внимание в среднесрочных бумагах второго-третьего эшелона. Весьма позитивно мы оцениваем бумаги Техносилы, Инкомлады. Среди недавно появившихся на вторичке бумаг, по нашему мнению, наиболее привлекательны для покупки бумаги Л'Этуаль, второй выпуск Топ-Книги, а также облигации НИТОЛ-2.

Главным мотивом сделок в первом эшелоне может выступать спекулятивный интерес к диспропорциям между торгующимися выпусками.

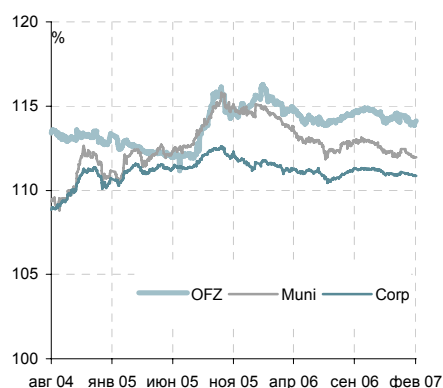
Предстоящие размещения: Холидей-Финанс, Белон-2, Трансмашхолдинг-2.

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

США

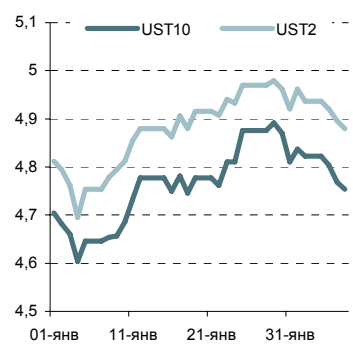
2007 год начался для инвесторов в казначейские бумаги не слишком оптимистично. Практически вся выходящая статистика однозначно указывала на то, что экономика США в конце прошлого года нашла в себе силы для стабилизации (ВВП 3.5%, предыдущий 2%). Главным образом, это касается рынка недвижимости. Высокий уровень доходов и низкие ипотечные ставки способствовали оживлению покупательской активности: так продажи нового жилья в декабре выросли на 4.8%, а объем начатого строительства - на 4.4%. В то же время, следует сделать несколько замечаний. Во-первых, цены за год не изменились, притом что альтернативные источники инвестиций, в частности фондовый рынок, себя оправдывают. Может сложиться ситуация обратная началу 2000-х годов, когда после лопнувшего фондового пузыря начался бурный приток инвестиций в недвижимость. Второй момент - это по-прежнему высокое предложение нереализованных домов, которое может сдерживать строительство нового жилья. Кроме того, ипотечные ставки вслед за UST значительно выросли со своих прошлогодних минимумов. В связи с этим говорить о полном преодолении кризиса пока преждевременно.

Как мы уже отметили, одним из главных факторов «оживания» строительного сектора стал высокий уровень доходов, который, в свою очередь, определяется состоянием рынка труда. В декабре экономика создала 206 тыс. рабочих мест, притом что среднегодовое значение за предыдущие месяцы составило 185 тыс. В результате безработица оставалась на уровне 4.5%, а среднечасовая оплата труда достигла 4.2%. Вместе с тем, январь дал пищу для размышлений о возможном начале «мягкой посадки» американской экономики – при созданных лишь 111 тыс. мест (прогноз 150 тыс.) уровень безработицы вырос до 4.6%, а рост зарплат замедлился до 4%. Похоже, снижение активности в производственном секторе (ISM колеблется вблизи 50 п.) дает знать о себе. Тем не менее, стоит признать, что, несмотря на некоторое ослабление, пока все основные характеристики рынка труда остаются вблизи 6-летних предельных показателей и говорить о появлении нового тренда возможно будет по прошествии хотя бы первого квартала. Таким образом, ситуация в экономике по-прежнему остается весьма двойственной.

Между тем, инфляционное напряжение пока сохраняется на достаточно высоком уровне: базовый индекс потребительских цен закончил год ростом на 0.2% после нулевой динамики в ноябре. И хотя индекс потребительских расходов PCE замедлился до 2.2%, он, как и базовый CPI (2.6%), по-прежнему остается выше комфортного диапазона 1-2%. В этой ситуации решение ФРС о неизменности ставки выглядит вполне логичным. При этом регулятор внес корректировки в протокол, отметив определенную стабилизацию экономики и рынке недвижимости, а также смягчил формулировки относительно данных по инфляции с «elevated» до «moderate».

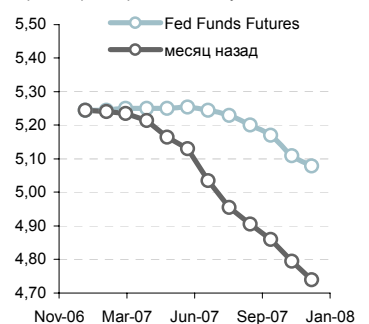
Сильная статистика привела к резкой переоценке оптимистичных ожиданий понижения ставки. Сейчас, согласно фьючерсам, инвесторы вплоть до июля не рассматривают возможность ее изменения, при этом до конца года вероятность одного понижения составляет лишь 60%, в то время как еще в начале января инвесторы были уверены в двух понижениях. Итогом столь резкой коррекции взглядов стал рост доходностей 2-летних UST до 4.95%, 10-летних – до 4.82%. Произошедшее в полной мере вписывается в наш базовый сценарий на 2007: мы по-прежнему считаем, что ФРС на фоне смешанных сигналов о состоянии экономики и слабых намеков о снижении инфляционного давления предпочтет на протяжении как минимум полугодия занимать выжидательную позицию. В этой связи рост доходностей не стал для нас сюрпризом. Что же касается дальнейшей динамики, то поскольку сценарии повышения-понижения для нас пока представляется маловероятными, мы предполагаем, что доходности UST приблизились к своим справедливым на данный момент уровням, и в среднесрочной перспективе будут колебаться вокруг 4.8-5%.

Динамика доходности казначейских бумаг



Источник: Bloomberg

Кривая фьючерсов на ставку



Источник: Bloomberg

Еврооблигации России

Развивающиеся рынки в большинстве своем, несмотря на переоценку ожиданий по ставкам, начали год с умеренного роста: совокупная доходность по портфелю на основе индекса EMBIG составила 3% годовых, при этом спрэд EMBIG установил новый исторический минимум 167 б.п. Лидером месяца стали эквадорские бумаги (104% годовых), где, несмотря на снижения суверенных рейтингов и неопределенность формулировок правительства, инвесторы поверили последним словам министра финансов о том, что реструктуризация долга будет мягкой, и февральские выплаты по наиболее длинному и дорогому в обслуживании Эквадору-30 пройдут в полном объеме.

В российском сегменте ситуация никоим образом не изменилась: суверенные еврооблигации продолжали следовать за базовыми активами, в результате чего портфель на основе EMBIG Russia принес инвесторам убыток 5.3% годовых. Россия-30 снизилась на 125 б.п. до 112% (YTM 5.81%), а спрэд к 10-летним казначейским бумагам оставался стабильным в районе 100 б.п. В принципе данный факт неудивителен: цены на нефть опускались до 50 долл., а достаточно осторожные комментарии представителей рейтинговых агентств S&P и Fitch показали, что вряд ли в текущем году стоит ожидать очередного повышения. Тем не менее, по-прежнему участники рынка находятся в ожидании апгрейда агентством Moody's, по шкале которого рейтинг отстает на одну ступень. Более того, затяжка решения со стороны самого либерального до сей поры агентства вызывает оптимистичные ожидания повышения сразу на две ступени до класса «А». Мы же по-прежнему считаем данные прогнозы завышенными: предвыборный характер текущего года и волатильность на рынке нефти позволяют рассчитывать лишь на одну ступень до «Ваа1» и сокращение спреда до 85-90 б.п.

В корпоративных бумагах в условиях роста процентных ставок инвесторы проявили высокий интерес к коротким высокодоходным банковским выпускам. В частности, рекомендованные нами евробонды Банка СПб-09 и Славинвеста-09 выросли на 30 б.п. и 180 б.п., в результате чего доходности выпусков снизились до целевого уровня 9%. Успехом пользовались также евробонды других банков: Промсвязьбанк-11 Сибкакадембанк-11Е выросли на 100 б.п. Вообще банковский сектор остается наиболее активным пользователем рынка внешнего долга: единственным эмитентом, вышедшим в начале года на первичку, стал Межпромбанк (В+/В1/В), предложивший инвесторам 3-летний займ с доходностью 9.5%. На наш взгляд, подобный уровень - не адекватно высокий для эмитента, превосходящего по масштабам бизнеса банки с сопоставимыми рейтингами. С учетом более высокой дюрациии мы предполагаем снижение доходности до 9% и рекомендуем его к покупке.

Показатели деятельности банков на 01.10.06, млрд. руб.

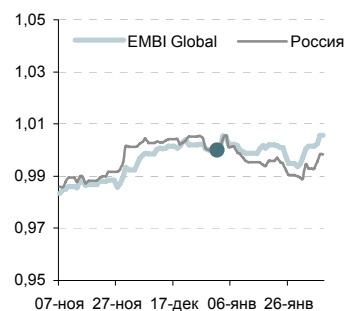
Банк	Рейтинг	Чистые активы	Собственный капитал	Кредитный портфель	Депозитный портфель	Доходность (на 07.02)
Межпромбанк	В+/В1/В	100,02	25,42	75,99	34,54	9,40%
Абсолют Банк	В1/В	49,30	5,76	28,05	18,66	8,73%
Славинвестбанк	В-/В1/В-	19,60	2	12,94	7,77	8,88%
Банк "Санкт-Петербург"	В1/В	43,70	5,36	33,58	30,77	8,97%

Источник: РБК

Помимо банков позитивная динамика отмечалась в телекоммуникационных бумагах. В частности, Вымпелком-16 вырос на 137 б.п. до 106.37% (YTM 7.29%). Тем не менее, выпуск по-прежнему на 30 б.п. отстает от остальной кривой, и мы сохраняем рекомендацию по его покупке. Еще одним примечательным фактом стал рост облигаций Системы: евробонд с погашением в 2011 году вырос на 50 б.п., и спрэд к кривой МТС сократился с 80 б.п. до 60 б.п. Между тем, мы по-прежнему не видим причин для столь широкого спреда, даже учитывая отставание на одну ступень в рейтинге от своего главного подразделения МТС. В связи с этим целевой уровень 40 б.п., установленный нами ранее, остается в силе.

Мы вновь обращаем внимание на выпуск Синека-15, что связано с повышением рейтинга Республики Татарстан и Edel Capital (SPV Синека) Fitch до «BB+». Теперь по версиям уже двух агентств квазисуверенный выпуск имеет рейтинги в одном шаге от инвестиционных (Ba1/BB+) и в двух (Moody's)-трех (Fitch) от суверенного, при этом текущий спрэд составляет 160 б.п. Мы оцениваем потенциал сужения спреда в 50-60 б.п. до 100-110 б.п. и рекомендуем бумагу к покупке.

Динамика EMBIG Russia



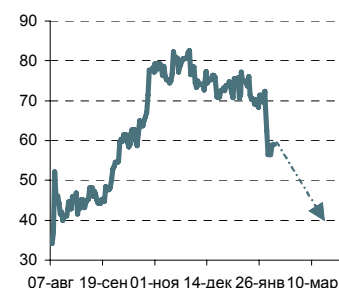
Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	0,6%	169	-2
Argentina	4,2%	192	-24
Brazil	1,1%	180	-10
Bulgaria	-0,1%	70	4
Chile	0,5%	80	-4
China	0,3%	50	-1
Columbia	0,8%	159	-2
Ecuador	8,4%	807	-113
Hungary	-0,1%	65	7
Malaysia	0,0%	71	5
Mexico	0,1%	118	3
Morocco	0,0%	72	0
Nigeria	2,4%	95	29
Peru	0,0%	128	10
Philippines	0,6%	151	-4
Poland	-0,1%	56	9
Russia	-0,2%	102	3
South Africa	0,9%	75	-9
Turkey	0,8%	205	-2
Ukraine	1,1%	163	-9
Uruguay	-0,4%	193	8
Venezuela	-1,5%	207	24

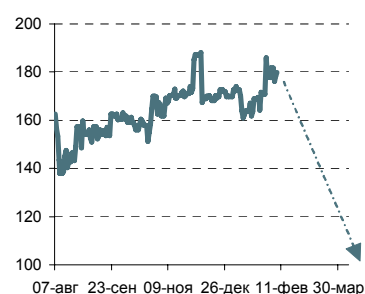
Источник: J.P. Morgan

Спрэд между Системой-11 и МТС-10



Источник: Bloomberg

Спрэд между Синека-15 и Россией-30



Источник: Bloomberg

Рынок рублевых облигаций

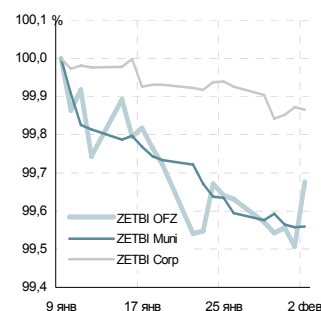
Начало года на долговом рынке характеризовалось небывало высоким уровнем денежной ликвидности, превзошедшим ожидания инвесторов. Так, 17 января был установлен исторический максимум остатков на корсчетах и депозитах – их объем превысил 815 млрд. руб. В целом же объем денег на рынке в январе существенно превышал уровни прошлого года, что позволило межбанку вернуться к давно забытым 1% - 2%.

Вместе с тем, ощутить всю прелесть «дешевых денег», которых рынку так не хватало в последние месяцы прошлого года, инвесторам вряд ли удалось. Пресс внешнего негатива ограничивал влияние благоприятных условий денежного рынка, вполне способных при иной внешней конъюнктуре обеспечить рынку рост. Так, весь январь мы наблюдали рост доходностей американских казначейских обязательств, являющийся реакцией на публикации данных о состоянии американской экономики, что подтолкнуло вверх доходности ОФЗ и голубых фишек. При этом более значимым снижением котировок отреагировали длинные выпуски, что подтверждается глубоким падением индекса ZETBI-OFZ. Помимо реакции на рост доходностей базовых активов «масла в огонь» добавили снизившиеся цены на нефть.

Негативные настроения не заставили себя долго ждать: стратегия сокращения дюрации портфеля и концентрация внимания на «защитных» выпусках второго-третьего эшелона стала главной характерной особенностью января. При этом больший «запас прочности» корпоративных бумаг во время январской «распродажи» иллюстрирует менее значительное снижение индекса ZETBI CORP. Эпизодические покупки были обусловлены, главным образом, спекулятивным настроением отдельных инвесторов, которым «покоя не давали» чрезвычайно дешевые деньги и привлекательно низкие цены. Так, это обеспечило рост бумаг ГАЗа, чей спрэд относительно отраслевых аналогов в конце прошлого года выглядел расширенным. Аналогичная ситуация сложилась и относительно бумаг Техносила, чей спрэд неоправданно расширился в начале года относительно своего справедливого уровня.

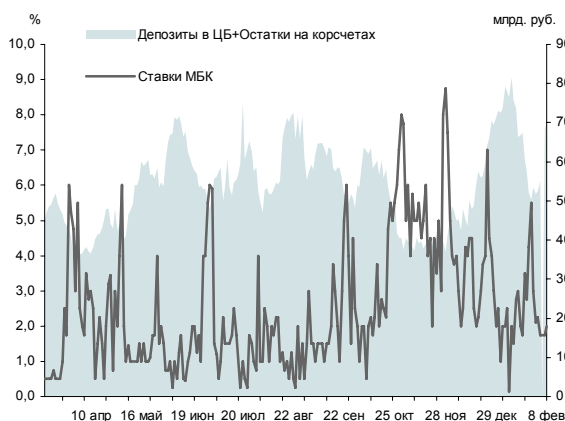
Помимо этого, рост отдельных выпусков в корпоративном сегменте был обеспечен положительным новостным фоном. В частности, на новостях о присвоении рейтингов росли бумаги Миракс-2, а котировки облигаций ХКФ-Банка «вытолкнуло» вверх сообщение о включении выпусков ХКФ-Банк-2 и ХКФ-Банк-3 в котировальных списках «А» первого уровня и ожидание того, что ХКФ-Банк-4 скоро присоединится к ним.

Динамика ценовых индексов ZETBI в январе



Источник: Банк ЗЕНИТ

Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ и ставки МБК:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Лидеры роста в корпоративном сегменте в январе

Инструмент	ИТР, %	Доходность за период, % год.
ТехИнвст-1	2,08	21,91
ХКФ Банк-4	2,00	20,54
Миракс 02	1,46	14,71
Миракс 01	1,47	14,63
Карус.Ф 01	1,42	14,51
ПромТр02об	1,37	14,02
ВлгТлкВТ-4	1,27	13,07
Сибакadem5	1,26	12,94
ГАЗФин 01	1,26	12,67
ГИДРОМАШС1	1,20	12,40

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние дни января рынок находился в ожидании «направления ветра» с рынка базовых активов. Достаточно мягкий тон комментария по итогам заседания ФРС и последовавшая за этим стабилизация на рынке Treasuries в традиционных для начала месяца благоприятных условиях на денежном рынке пока поддерживают «осторожный оптимизм» инвесторов, позволивший отчасти восстановить котировки выпускам, пострадавшим после январского «провала». Так, в первые дни февраля смогли восстановиться до уровней, близких к декабрьским, длинные ОФЗ. Помимо этого можно отметить возобновившийся интерес к бумагам энергокомпаний на фоне сообщений о новых рейтингах. Так сообщение от S&P о долгожданном повышении рейтинга ФСК, поддержало котировки торгующихся выпусков и возобновило форвардные сделки по бумагам ФСК-5. Новость о повышении рейтинга РАО «ЕЭС» ввиду обозначенного в отчете рейтингового агентства «уточнения плана реорганизации холдинговой компании и усиления государственной поддержки по отноше-

нию к группе» подбодрила рост интереса ко всем компаниям отрасли.

В целом, мы довольно консервативно настроены относительно перспектив роста рынка в ближайшее время. С одной стороны, динамика базовых активов будет задавать тон общерыночному настроению. С другой - мы полагаем, что поддержка внутренних факторов, четко прослеживающаяся в начале года, будет постепенно ослабевать. В частности, мы ожидаем, что облако ликвидности, поддерживающее рынок в настоящее время будет в этом году таять несколько быстрее обычного. Во-первых, Минфин предпочел в новом году не растягивать процесс новых размещений ОФЗ и сконцентрировал основную массу новых аукционов (154 млрд. руб. из 225 млрд. руб.) в первой половине года. Во-вторых, уже не за горами новый сезон первичных аукционов в корпоративном сегменте. «Самые смелые» уже определились с датами размещения, остальные пока на стадии пре-маркетинга. При этом анонс новых выпусков позволяет предположить, что проблема навеса «первички», с которой участники рынка столкнулись во второй половине прошлого года, не потеряет своей актуальности – в дополнение к перенесенным размещениям добавляются новые имена.

Несколько непредсказуемыми оказались действия ЦБ по укреплению рубля и изменению структуры бивалютной корзины с увеличением доли евро с 40% до 45%. Падение цен на нефть в январе предвещало снижение объема валютных поступлений в 1 квартале, что в значительной мере упростило бы ЦБ задачу контроля над инфляцией, которая порадовала в январе своими низкими темпами. По данным Федеральной службы гостатистики, рост потребительских цен в январе текущего года составил всего 1.7%, что гораздо ниже 2.4% января 2006 года. Вместе с тем, не стоит забывать о том, что в текущем году эффект от роста тарифов несколько «размыт» между месяцами первого квартала, в частности, на февраль намечено повышение тарифов на услуги фиксированной связи. Таким образом, можно предположить, что мера, предпринятая регулятором, в значительной степени рассчитана на формирование некоего «запаса прочности» перед очередным инфляционным витком.

Несмотря на достаточно оптимистичный настрой участников рынка в первые дни февраля, мы рекомендуем инвесторам сконцентрировать свое внимание в среднесрочных бумагах второго-третьего эшелона. Весьма позитивно мы оцениваем бумаги Техносилы, Инкомлады. Несмотря на то, что ценовой апсайд бумаг в краткосрочной перспективе почти исчерпан, с точки зрения соотношения «риск-доходность» они, на наш взгляд, являются достаточно привлекательными. Потенциал дальнейшего роста бумаг в значительной мере определяется позитивным новостным фоном и повышением уровня прозрачности. При этом динамичный рост вполне соответствует анонсированным планам, а долговая нагрузка сохраняется адекватной генерируемым денежным потокам.

Среди недавно появившихся на вторичке бумаг, по нашему мнению, наиболее привлекательны для покупки бумаги Л'этуаль, второй выпуск Топ-Книги, а также облигации НИТОЛ-2.

Премия в доходности Л'этуаль к Арбат Престижу, на наш взгляд, выглядит несколько завышенной, поскольку уверенный рост оборотов компании при сохранении наименьшей среди прямых аналогов (Арбат Престиж, Единая Европа) долговой нагрузки в достаточной мере компенсирует отсутствие отчетности по МСФО и наличие собственных торговых площадей.

Топ-книгу от большинства непродовольственных ритейлеров отличает понятная структура (все денежные потоки генерирует одна компания), при этом стабильный рост бизнеса происходит при отсутствии агрессивной стратегии по увеличению долга.

Несмотря на то, что эффект от инвестиционной программы Группы НИТОЛ, на финансирование которой были использованы средства облигационного займа проявится в среднесрочной перспективе, тот факт, что в настоящее время компания действует строго придерживаясь намеченного плана мероприятий, достигая при этом запланированных результатов, поддерживает нашу позитивную оценку кредитного качества эмитента.

Главным мотивом сделок в первом эшелоне может выступать спекулятивный интерес к диспропорциям между торгующимися выпусками. В частности, это будет уместно в отношении бумаг Лукойл-4, которые пока еще не вышли на вторичный рынок, но их доходность на форварде пока остается привлекательной относительно более коротких Лукойл-2 и Лукойл-3.

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / оферты	Доходность к погашению / оферте, % годовых	Прогноз организатора	Организатор
5 дек	ФСК-5	5 000	3 года	7.33%	7.2%-7.3%	Газпромбанк
5 дек	ЛСР-Инвест	2 000	3 года / 1.5 года	-10.99%	н/д	Уралсиб, ВТБ
5 дек	РусфинансбанкБанк-1	1 500	2 года	7.8%	н/д	Тройка Диалог
5 дек	РусфинансбанкБанк-2	1 500	2 года	7.64%	н/д	Тройка Диалог
5 дек	Интегра-2	3 000	5 лет / 3 года	-10.99%	н/д	Альфа-Банк
5 дек	Банк Дельта-Кредит	1 500	3 года	7.22%	7.5%-8%	Траст
5 дек	Банк Солидарность	1 000	3 года / 1 год	-11.20%	10.92%-11.46%	Банк Москвы
6 дек	КМБ-Банк-2	3 400	5 лет / 2 года	-7.90%	н/д	Райффайзенбанк
6 дек	Мастер-Банк-3	1 200	5 лет / 1 год	-12.10%	11.85%-12%	Уралсиб
12 дек	АК Оэна	500	3 года / 1 год	-11.09%	н/д	ГК Регион
12 дек	Хлебозавод 28-2	75	2 года	12.55%	н/д	БД Открытие
12 дек	Алькор и Ко (ЛЭтуаль)	1 500	3 года / 1 год	-11.04%	10.51%-11.3%	МДМ-Банк
13 дек	НБ-Ретал	1 000	3 года / 2 года	-10.15%	н/д	Промсвязьбанк
14 дек	Лукойл-3	8 000	5 лет	7.23%	7.17%-7.43%	АБН АМРО, Дрезднербанк, Ренессанс Капитал
14 дек	Лукойл-4	6 000	7 лет	7.54%	7.74%-8.0%	АБН АМРО, Дрезднербанк, Ренессанс Капитал
14 дек	СЗТ-4	2 000	5 лет / 2 года	8.35%/9.34%	н/д	ИНГ Банк, Связь-Банк
14 дек	Самарский резервуарный завод	600	3 года / 1 год	-12.89%	н/д	Русские фонды
14 дек	ХК Белый Фрегат	1 000	3 года / 1 год	-15.31%	н/д	Уралсиб
14 дек	ТОАП-Финансы	2 000	3 года / 2 года	-12.36%	н/д	АКБ Союз
14 дек	Миннеско Новосибирск	500	3 года / 1 год	14.22%/14.22%	н/д	Атон
14 дек	ТОП-Книга-2	1 500	4 года / 2 года	-10.79%	н/д	Траст
15 дек	ОГК-3	3 000	5 лет / 0.5 года	-7.0%	н/д	Газпромбанк
19 дек	Группа НИТОЛ-2	2 200	3 года / 1 год	12.08%	11.57%-12.1%	Банк ЗЕНИТ
19 дек	Криогенмаш-Финанс	1 000	3 года / 1.5 года	-11.52%	11%-11.2%	Промсвязьбанк
19 дек	ЮТэйр-3	2 000	4 года / 2 года	-10.67%	10.5%-10.7%	ВТБ, Номос Банк, ГК Регион
19 дек	Уникум-Финанс	1 000	3 года / 1 год	-12.89%	12.89%	ТрансКредитБанк
20 дек	Нэфис-2	1 000	3 года / 1.5 года	-10.46%	10.3% - 10.5%	Банк ЗЕНИТ
20 дек	Вагонмаш-2	1 000	4 года / 1.5 года	-11.30%	н/д	Планета Капитал, Банк Санкт-Петербург
20 дек	Бородино-Финанс	2 500	3 года / 1.5 года	-10.78%	н/д	Связь-Банк
20 дек	Артуг	500	2 года / 1 год	- / 13.42%	н/д	Татфондбанк
21 дек	Пеноплэкс	1 500	3 года / 1.5 года	- / 11.57%	11.3%-11.57%	ГК Регион
21 дек	Марийский НПЗ-2	1 500	4 года / 1.5 года	- / 12.36%	11.8%-12.4%	Еврофинансы, ТрансКредитБанк
21 дек	Жилищный Капитал-Финанс	1 000	3 года / 1 год	- / 14.75%	13.4%-13.6%	Уралсиб
21 дек	ГАЗЭКС-Финанс	1 000	4 года / 1.5 года	- / 10.78%	10.25%-10.78%	Райффайзенбанк
21 дек	Патэрсон-Инвест	2 000	3 года / 1.5 года	-10.38%	10.38%	АКБ Союз
21 дек	УМПО	4 000	3 года / 1.5 года	- / 9.73	9.73%-10.25%	МДМ-Банк
22 дек	Бразерс и Ко	500	3 года / 1 год	-13.10%	12.25%-12.55%	Уралсиб
22 дек	Зерновая Компания Настюша	1 000	3 года / 1.5 года	- / 12.89%	н/д	Промсвязьбанк
22 дек	Волжская Текстильная Компания	1 000	3 года / 1 год	-12.89%	н/д	Банк Москвы
22 дек	Факторинговая компания Еврокоммерц	1 000	3 года / 1 год	-11.83%	н/д	Тройка Диалог
26 дек	Экспобанк	1 000	3 года / 1 год	-11.19%	н/д	Уралсиб
26 дек	Карат-2	500	3 года / 1 год	-12.36%	12.2%-12.5%	Банк ЗЕНИТ
26 дек	Концерн КАРО	700	3 года / 1.5 года	-12.89%	12.63%-13.16%	АКБ Союз, КБ РМБ
26 дек	ВМУ-Финас	1 500	3 года / 1 год	- / 11.30%	н/д	Атон
27 дек	Золото Селигдара-2	500	5 лет / 1.5 года	- / 13.42%	н/д	Русские фонды
27 дек	РИГрупп-Финанс	1 200	3 года / 1.5 года	- / 12.2%	н/д	РИГрупп-Финанс
29 дек	КБ Губернский	300	2 года / 1 год	-12.79%	н/д	КБ Губернский

Предстоящие размещения

И вновь на рынок выходит очередной региональный продуктовый ритейлер. На этот раз это лидер продовольственной розницы Сибирского региона – Группа «Холидей». В середине февраля компания размещает трехлетний заем на 1.5 млрд. руб., по которому предусмотрена полугодовая оферта. Поручителями по займу выступают ООО «Компания Холидей», являющаяся центром прибыли и консолидирующая розничные денежные потоки и часть объектов недвижимости, а также собственник недвижимости ООО «Развитие», что подразумевает наличие хорошей гарантии для кредиторов. В данной связи также важно отметить, что при оценочном размере долга на конец 2006 г. в \$133 млн., компания обладает коммерческой недвижимостью (17 объектов) общей площадью 113.2 тыс. кв. м. совокупной стоимостью порядка \$130 млн. (с НДС), что является весьма привлекательным соотношением, которым могут похвастаться немногие продуктовые ритейлеры. Кроме того, планируемая в третьем квартале текущего года подготовка консолидированной финансовой отчетности по международным стандартам за 2006 г., несомненно, является весомым «плюсом» в глазах потенциальных инвесторов.

Еще один позитивный фактор – наличие в составе акционеров фонда прямых инвестиций «Ренова Капитал». Продажа контрольного пакета акций компании фонду за \$35 млн. наряду с планируемым привлечением средств прочих финансовых портфельных инвесторов в размере порядка \$70 млн. должна привести к увеличению уставного капитала Группы по итогам текущего года до \$176 млн. Привлечение средств финансовых инвесторов, скорее всего, будет осуществлено за счет дополнительной эмиссии акций. Для этого, при стоимости компании порядка \$140 млн. (исходя из цены контрольного пакета), Холидей должен дополнительно разместить до 50% акций, в результате чего доля менеджмента в капитале сократится с текущих 75% до 50%.

В данной связи следует отметить, что Холидей является, по сути, первым региональным ритейлером на долгом рынке, который намерен в 2007 г. финансировать инвестиции исключительно за счет средств акционеров и собственных операционных потоков. На финансирование инвестиций в текущем году (предусмотренных в объеме \$119 млн.) будут направлены планируемые к привлечению в акционерный капитал дополнительные \$70 млн., а также собственные операционные потоки в объеме \$43 млн. Намерение финансировать инвестиционную программу преимущественно за счет средств финансовых инвесторов похвально. Тем не менее, пока эта сделка не подтверждена, существует риск, что компании по тем или иным причинам не удастся разместить столь существенный пакет акций и привлечь необходимую сумму в капитал, что повлечет увеличение кредитного плеча.

\$35 млн. от продажи пакета акций Ренова Капитал наряду с 80% привлеченных средств на долгом рынке (около \$45 млн.) будет направлено на рефинансирование текущего кредитного портфеля. За прошлый год по предварительным оценкам долг Холидея вырос более чем в три раза (исключительно за счет краткосрочных кредитов). В текущем году, напротив, компания планирует сокращение долгового бремени на 17% до \$111 млн.

В целом реализация агрессивной стратегии развития будет напрямую зависеть от возможностей финансирования запланированной на 2007-2009 гг. инвестиционной программы в объеме \$357 млн. Пока компания является игроком местного масштаба: по результатам прошлого года вследствие приобретения трех розничных сетей доля Группы Холидей на рынке Новосибирской области возросла в два раза до 15%. На настоящий момент сеть объединяет 70 магазинов формата «супермаркет», «магазин у дома» и «универсам», а к концу первого квартала после закрытия сделки по приобретению омской сети пополнится еще 21 магазином экономкласса с рыночной стоимостью недвижимости \$21.5 млн. При этом в дальнейшем она планирует вхождение в десятку крупнейших национальных розничных операторов с выручкой до \$3 млрд. к 2011 г. Таким образом, за пятилетний период Холидей намерен увеличить выручку практически в восемь раз с оценочных \$384 млн. в 2006 г., т.е. усредненные ежегодные темпы роста компании в течение этого периода должны составить не менее 50%. На текущий год предусмотрены именно такой рост (на следующие два года – 64% ежегодно). В прошлом году, согласно предварительным оценкам, выручка компании возросла более чем в два раза после приобретения сети «Сибириада».

Мы весьма скептически относимся к планам компании обеспечивать ежегодный рост не менее 50% и при этом повысить качество долгового покрытия до 1.4 в 2009 г. На наш взгляд, возможности только органичного роста не позволят наращивать продажи столь высокими темпами, а экстенсивное развитие приведет к увеличению долговой нагрузки для финансирования потенциальных сделок M&A, стоимость которых ежегодно увеличивается на фоне консолидации рынка.

По результатам истекшего года компания прогнозирует эффект синергии от приобретения сети «Сибириада», что, как ожидается, приведет к росту рентабельности EBITDA до оценочных 5.6% с 4.7% в 2005 г. В текущем году предусмотрено дальнейшее повышение

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Холидей Финанс

Размещение: февраль 2006

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-3 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

Организатор: Банк Траст

эффективности до 6.2%, чему будет способствовать не только эффект масштаба, но и увеличение доли собственного производства в выручке. По оценкам компании, на собственное производство в текущем году придется 7-10% товарооборота. На наш взгляд, это достаточно высокий показатель, учитывая, что это направление начало развиваться лишь в 2005 г. Продукция собственного производства представляет своего рода private labels, являющиеся более высокомаржинальными по причине более низкой себестоимости.

По масштабу деятельности сеть сопоставима с другой региональной сетью – Монеткой (\$315 млн. в 2006П). Компании занимают одни из лидирующих позиций в регионах присутствия и при этом планируют дальнейшую экспансию наряду с развитием мультиформатности. С точки зрения финансовых характеристик, Холидей с рентабельностью по EBITDA в 2006П в 5.6% по уступает Монетке - 8% в 2006П. Тем не менее, здесь следует учесть, что неочищенные от НДС показатели вполне могут искажать реальный уровень эффективности Монетки.

На основе оценочных данных за прошлый год ввиду значительного роста краткосрочных кредитов и менее впечатляющих темпов увеличения операционной прибыли покрытие долга у Группы Холидей ухудшилось, по нашим оценкам, до 6.2. Однако уже в текущем году в связи с рефинансированием значительной части краткосрочной задолженности качество долгового покрытия улучшится до 3.1, что подразумевает финансирование запланированных инвестиций исключительно за счет собственных операционных денежных потоков и нового привлеченного акционерного капитала. В случае если компании не удастся привлечь средства финансовых инвесторов, Холидей будет вынужден увеличить кредитное плечо уже в текущем году, что обусловит значительно более низкое качество покрытия долга, которое, по нашим оценкам, превысит 5.0.

При позиционировании выпуска весомым положительным фактором, на наш взгляд, является предстоящая подготовка аудированной отчетности по МСФО, наличие недвижимости в собственности, а также потенциальное привлечение дополнительного акционерного капитала. Кроме того, на фоне продолжающейся рыночной консолидации сеть, имеющая международную отчетность, достаточно хорошо выстроенную структуру и в числе акционеров международные портфельные фонды может представлять привлекательный объект для приобретения, как крупными национальными игроками, так и международными розничными сетями. Тем не менее, учитывая, во-первых, невысокий уровень рентабельности, во-вторых, амбициозные планы развития, которые, скорее всего, потребуют увеличения кредитного плеча (если не в текущем году, то в дальнейшем), и, в-третьих, широкую представленность компаний розничного сектора и наличие более качественных эмитентов на долгом рынке, мы считаем выпуск Группы Холидей интересным с доходностью от 11.8%-12% годовых и выше. Доходность в 11.8% соответствует верхнему уровню диапазона купонной ставки в 11.5%, определенной организатором. При установлении купона ниже этого уровня, доходность выпуска, на наш взгляд, будет несправедливо заниженной.

В феврале Группа компаний БЕЛОН планирует размещение второго выпуска облигаций на 2 млрд. руб., которые предполагается направить на рефинансирование долга и реализацию инвестиционной программы Группы.

Основное направление деятельности эмитента – добыча и переработка коксующихся и энергетических углей. Угольный бизнес обеспечивает около половины выручки и до 90% прибыли БЕЛОНа. При этом вклад коксового направления в выручку угольного сегмента составляет почти 90%, и, соответственно, в общий оборот Группы – порядка 45%. Порядка 40% общей выручки Компании приносит металлотрейдинг. Кроме того, бизнес БЕЛОНа включает производство строительных материалов и инновационных продуктов.

Высокая зависимость Группы от доходов сегмента коксующихся углей является, на наш взгляд, главным фактором риска БЕЛОНа, способным оказать существенное влияние на его финансовую устойчивость. Подтверждением этому служат отчетные данные за 9 месяцев 2006 года. В течение этого периода из-за 25% падения цен на концентрат, последовавшего за снижением цен на стальную продукцию, выручка Группы упала на 12% до 9.19 млрд. руб., а прибыль – на 81% до 218 млн. руб. по сравнению с показателями за 9 месяцев 2005г. В результате, при двукратном увеличении объема долга уровень долгового бремени компании увеличился более чем втрое – показатель Total Debt/EBITDA вырос с 0.9 до 3.5.

Однако, несмотря на ухудшение финансовых показателей, БЕЛОН не отказывается от своих стратегических планов развития. До 2010г. на инвестиции планируется потратить \$330 млн., при чем \$150 млн. – в 2007 году. Но за счет собственных средств Группа сможет профинансировать не более половины инвестиционной программы на 2007г. Если планы не будут пересмотрены в сторону уменьшения, компании не обойтись без привлечения дополнительных займов, то есть существует вероятность увеличения долговой нагрузки Группы в 2007г.

Даниил Иванов.
daniil.ivanov@zenit.ru

Белон-2

Размещение: февраль 2007

Объем: 2 млрд. руб.

Срок до погашения: 5 лет

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные приравниваются первому

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Внешторгбанк

Основу инвестиционной программы БЕЛОНа на 2007-2009гг. составляют проекты по модернизации существующих и строительству новых производственных мощностей по добыче и обогащению углей. Эффектом от инвестиций должен стать ежегодный рост добычи коксующихся углей на 22%, энергетических – на 35%. Таким образом, есть тенденция к достижению более сбалансированной структуры между коксующимися и энергетическими углями. Нацеленность Группы на опережающее развитие сегмента энергетических углей связана с двумя ключевыми факторами. Во-первых, рост цен на газ, как в России, так и за ее пределами, делает этот вид топлива все менее выгодным сырьем для производства электроэнергии по сравнению с углем. Следовательно, существует высокий потенциал роста спроса на энергетический уголь со стороны генерирующих компаний. Во-вторых, важным фактором является соотношение внутренних и мировых цен на уголь. В последние годы цены на основные виды угля в России ниже мировых на 40-50%, что сильно стимулирует экспорт. В этом плане для БЕЛОНа основной интерес представляет экспорт энергетических углей. В частности, главные перспективы развития этого сегмента компания связывает с выходом на рынки Восточной и Западной Европы.

Положительным моментом в развитии сегмента коксующихся углей является стабильность сбыта, которую обеспечивают долгосрочные контракты с основными потребителями производимого Группой концентрата – крупными металлургическими предприятиями, такими как НЛМК, ММК и Уральская сталь. Кроме того, рост добычи кокса будет способствовать повышению сырьевой независимости обогащательного производства БЕЛОНа, ОФ «Беловская» (сейчас весь объем, добываемый Группой, составляет только 35% потребляемого фабрикой кокса). В то же время, главным фактором неопределенности остается поведение цен на коксующиеся угли и концентрат, которые в значительной степени определяются конъюнктурой рынка металлов. С одной стороны, определенную поддержку внутренним ценам на сталь оказывает растущий спрос строительной отрасли. С другой стороны, на мировой конъюнктуре рынка стали может негативно сказаться рост предложения в Азиатских странах, в том числе, в Китае.

Металлоторговый бизнес Группы, несмотря на существенный вклад в общий оборот (40%), отличается низкой рентабельностью – всего 3.7%. Также, стоит отметить отсутствие у Группы четкой стратегии его развития, что делает весьма затруднительной оценку перспектив данного направления. Производство строительных материалов и инновационных продуктов, в отличие от металлотрейдинга, являются высокорентабельными направлениями. Однако, несмотря на достаточно высокий рост, они пока очень малы в масштабах всей Группы – порядка 2% общей выручки.

Резюмируя вышесказанное, мы обращаем внимание на снижение кредитного качества Группы БЕЛОН в связи с ухудшением финансовых показателей в 2006г., вызванным падением цен на ее основную продукцию (коксующиеся угли и концентрат). Однако стоит отметить, что успешная реализация инвестиционной программы, хотя и приведет к некоторому увеличению долговой нагрузки в 2007г., в перспективе будет способствовать снижению зависимости доходов Группы от цен на кокс, во-первых, за счет увеличения сегмента энергетических углей, во-вторых, благодаря повышению рентабельности производства угольного концентрата за счет расширения собственной сырьевой базы.

Первый выпуск трехлетних облигаций Белон-1 на 1.5 млрд. руб. с купоном 9.1% годовых, размещенный в июле 2006г., сейчас торгуется с доходностью 9.25%. Выход в декабре отчетных данных, свидетельствующих об ухудшении финансового состояния БЕЛОНа в 2006г., почти не отразился на котировках (расширение спреда составило 10 б.п.), отчасти, в силу ограниченной ликвидности первого выпуска. Мы считаем, что текущий уровень спреда к ОФЗ не отражает в полной мере снижения кредитного качества эмитента в 2006г. На наш взгляд, справедливый уровень спреда находится на уровне 330-350 б.п. С учетом более длинной дюрации и премии за первичное размещение, мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска облигаций Группы БЕЛОН в диапазоне 9.8 - 10% годовых.

На 15 февраля запланировано размещение второго выпуска облигаций ОАО «Трансмашхолдинг» (TMX) объемом 4 млрд. руб. со сроком до погашения 4 года и сроком до оферты 2 года.

Эмитент является крупнейшим российским производителем в области железнодорожного машиностроения. На долю компаний, находящихся в управлении холдинга, приходится в настоящее время 100% произведенных в РФ локомотивов, 92 % пассажирских вагонов и 75 % электропоездов.

По данным управленческой отчетности, опубликованной к размещению, консолидированный оборот Трансмашхолдинга по итогам трех кварталов 2006 года составил 34.88

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Трансмашхолдинг-2

Размещение: 15 февраля 2007
Объем: 4 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты):
4 года (2 года)

Купон: полугодовой, ставка 1
купона устанавливается на аукционе, 2-4 приравниваются пер-

млрд. руб. при рентабельности продаж на уровне 12.1%. Выручка холдинга за 2006 год в целом оценивается на уровне более 55 млрд. руб. без снижения рентабельности. Можно отметить, что хорошую поддержку рентабельности Трансмашхолдинга в условиях роста цен на металлы обеспечивают «родственные связи» (наличие общего бенефициара) с Группой УГМК.

К 2010 году ТМХ планирует увеличить оборот до 4 млрд. долл. и укрепить свои позиции в масштабах мирового рынка железнодорожного подвижного состава с текущих 3% до 8%.

Перспективы бизнеса эмитента, в значительной мере, определяются стратегическим партнерством с ОАО «РЖД». Рост спроса со стороны ключевого потребителя (на долю РЖД приходится более 40% продаж компании) обусловлен принятой менеджментом национального перевозчика программы по увеличению парка и обновлению подвижного состава, электровазозов и локомотивов. Наряду с этим, ТМХ придерживается стратегии диверсификации поставок, пополняя список покупателей частными перевозчиками и развивая экспорт.

Реализация довольно амбициозных, на наш взгляд, планов потребует от холдинга высокой инвестиционной активности. Так, по оценкам компании, мероприятия по модернизации действующих производств и созданию новых потребуют порядка 650 млн. долл., включая расходы 2006 года. В то время как общий объем инвестиционной программы, включая расходы по консолидации производственных активов в единую вертикально интегрированную структуру, оценивается на уровне 1.5 млрд. долл. При этом необходимым отметить, что программа стратегического развития холдинга еще не утверждена окончательно и ее масштабы могут быть скорректированы.

Принимая внимания высокий «инвестиционный аппетит» холдинга, мы полагаем, что оборотной стороной довольно радужных перспектив увеличения масштабов бизнеса ТМХ вполне может стать дальнейший рост долга в перспективе ближайших лет. В настоящее время именно высокая долговая нагрузка является одним из «слабых мест» финансов компании. В течение трех кварталов 2006 года кредитный портфель ТМХ вырос с 11.1 млрд. руб. до 23.5 млрд. руб. Вместе с тем, учитывая тот факт, что эмитент находится в стадии формирования единой корпоративной структуры, активное использование кредитного плеча выглядит достаточно обоснованным. В этом свете ключевое значение приобретает вопрос: как скоро ТМХ реализует свои планы? Исходя из того, что разрешение от ФАС на консолидацию девяти ключевых производственных активов холдинга уже получено, вполне достижимой выглядит цель завершить консолидацию до конца текущего года. Особую значимость факт закрытия сделки приобретает в свете того, что лишь после этого события контрольный пакет ТМХ может быть реализован ОАО «РЖД», менеджмент РЖД уже анонсировал соответствующее решение. Безусловно, после этого переоценка кредитного качества ТМХ в лучшую сторону не заставит себя долго ждать.

Среди присутствующих на рынке отраслевых аналогов, Уралвагонзавода и ТВЗ, Трансмашхолдинг выигрывает как по масштабам бизнеса, так и за счет более высокой рентабельности. При этом ключевым преимуществом холдинга является интерес к его бизнесу ОАО «РЖД», и достаточно высокая вероятность того, что приобретение контрольного пакета транспортной монополией все же состоится. Справедливый спред облигаций ТМХ к кривой ОФЗ, адекватный текущему финансовому состоянию компании и компенсирующий сохраняющуюся неопределенность относительно сделки с РЖД мы оцениваем в диапазоне 300 б.п – 320 б.п. Принимая во внимания достаточно привлекательную при текущей конъюнктуре рынка дюрацию выпуска – 2 года, мы полагаем, что требования к премии за первичное размещение могут быть не слишком высокими. Исходя из этого, ориентир доходности, обозначенный организаторами (9.2% - 9.4% к оферте), представляется нам интересным для участия в выпуске.

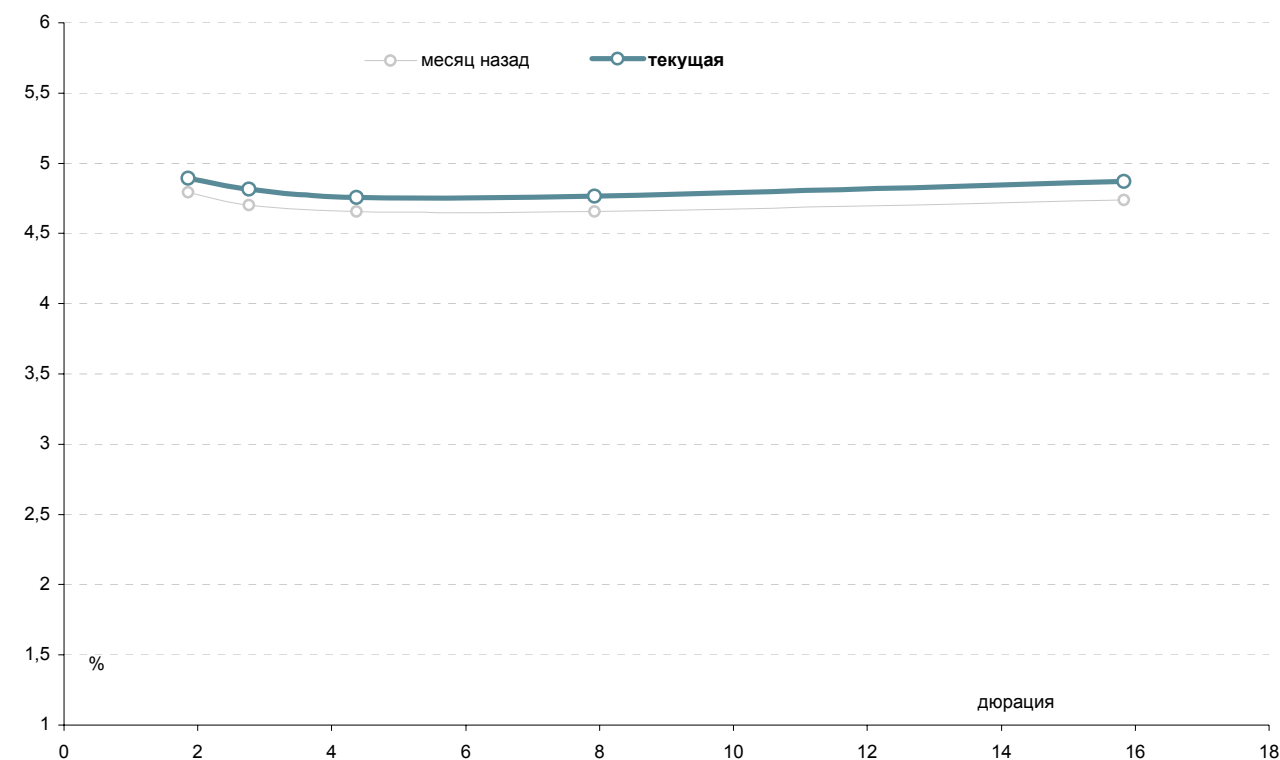
всему, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Внешторгбанк, Альфа-Банк

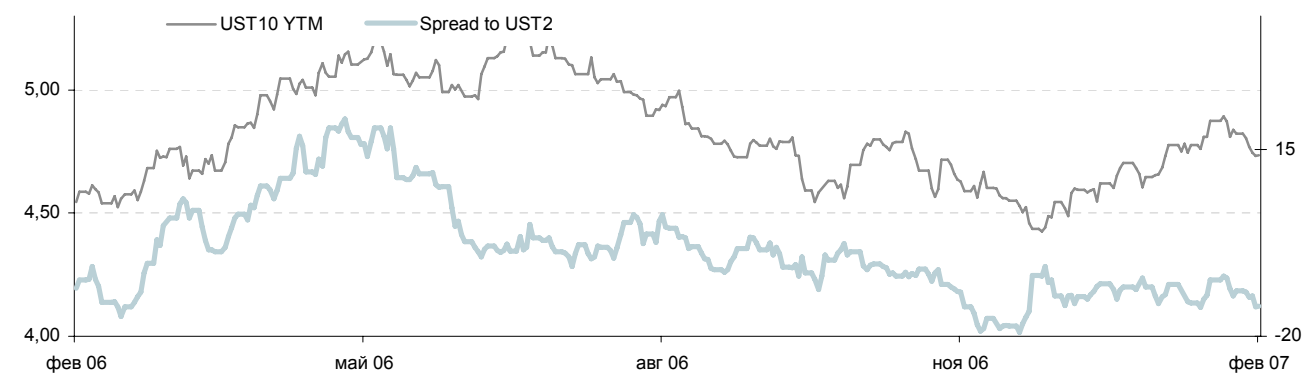
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



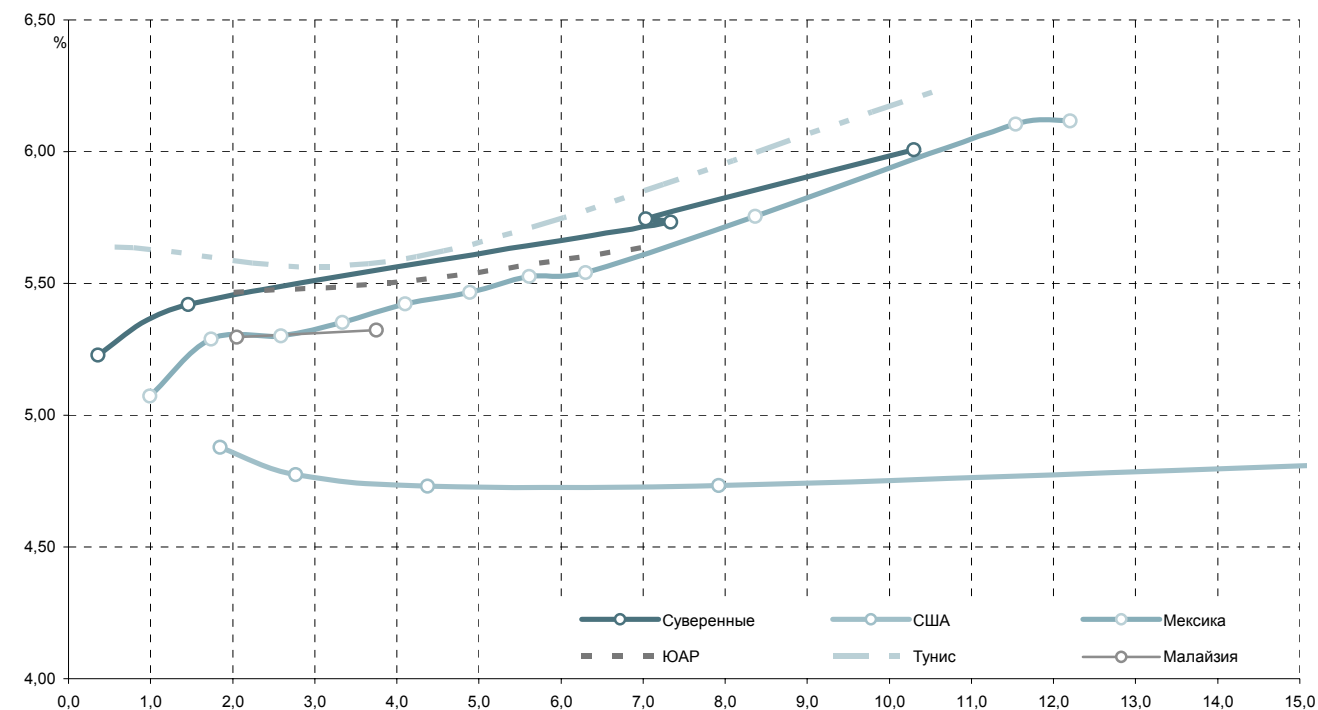
Источник: Bloomberg

Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

Кривая доходности российских еврооблигаций в сравнении с другими странами с инвестиционным рейтингом начального уровня



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+	101,64	101,69	5,30	0,36	15
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,17	104,27	5,42	1,46	195
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	143,54	143,74	5,74	7,33	100
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	180,23	180,53	6,02	10,30	123
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	112,47	112,57	5,75	7,03	96
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	97,89	97,99	5,84	0,72	74
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	96,72	96,87	5,72	1,15	63
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	90,54	90,74	5,53	3,74	70
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	102,18	102,28	3,91	0,20	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	108,80	109,08	4,16	2,39	21
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	127,19	127,44	5,24	5,60	51
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa1/-/BBB+	106,95	107,25	4,71	3,93	72
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB	100,69	100,74	5,32	0,20	18
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB	112,14	112,44	5,51	2,30	70
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB/BBB-	110,16	110,41	4,63	3,08	66
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB	117,93	118,13	6,02	4,53	129
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	A3	104,48	104,78	5,17	6,26	114
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB+/BBB	104,91	104,96	6,63	8,45	188
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	A3/BBB/BBB-	126,82	126,90	6,51	11,83	170
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB+	100,00	100,20	-22,17	0,00	-2731
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+	108,70	109,00	5,80	1,73	92
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BB+	103,49	103,67	5,88	0,68	78
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BB+	102,73	102,98	6,13	3,77	138
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BB+	105,59	105,84	6,67	6,74	194
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,39	103,53	5,99	0,91	93
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	105,66	105,91	6,57	3,07	181
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	105,39	105,64	6,67	4,06	194
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB+	107,78	108,00	6,31	2,06	147
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB+	104,03	104,28	6,45	2,64	167
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB+	107,13	107,38	6,55	3,79	181
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB+	106,43	106,68	7,26	6,41	253
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	Ba3/BB	104,01	104,19	6,38	2,48	159
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/B+	104,30	104,47	6,28	1,06	126
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/B+	105,68	106,03	7,15	3,31	239
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	100,75	101,00	7,40	1,80	253
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	102,65	102,89	5,97	2,32	115
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB	102,20	102,43	6,52	1,53	159
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,77	104,02	6,54	1,78	167
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	108,60	108,89	7,64	5,15	291
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,68	101,86	7,00	1,17	200
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	102,54	102,66	5,89	1,14	88
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	114,63	114,88	6,43	5,63	169
Evrasholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,64	109,88	6,53	2,167	170
Evrasholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	102,33	102,58	7,85	6,06	312
TMK-09 \$	9/29/2009	300	8,500	B2/B+/-	103,59	103,84	6,92	2,263	211
KazanOS-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	101,19	101,44	8,90	3,67	416
NKNH-15 \$	12/22/2015	200	8,500	B1/-/B+	100,89	101,14	8,33	6,08	360
SUEK-08 \$	10/24/2008	175	8,625	-/-/-	101,36	101,76	7,61	1,52	269
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB+	102,15	102,40	7,33	6,162	260
Banks									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	-/BBB	101,16	101,34	6,70	2,70	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	101,86	101,94	5,76	1,68	85
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	106,33	106,54	5,90	3,84	116
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	102,51	102,64	6,74	2,68	59
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	101,01	101,13	6,17	13,19	136
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB+	102,13	102,29	5,87	1,56	94
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	99,45	99,65	6,57	6,35	183
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	99,83	100,08	8,76	1,87	390
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/BB-	99,86	100,09	8,00	1,53	308
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB/BB-	100,00	100,00	7,31	0,00	219
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB/BB-	100,83	101,16	6,98	1,28	199
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba2/-/BB-	100,61	101,09	7,51	2,30	270
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B+/B+	100,79	101,04	9,44	3,16	358
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	104,70	104,95	5,98	2,29	117
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	104,10	104,35	6,10	3,23	135
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	104,38	104,63	6,45	4,91	171
Bank of Moscow-15 \$	11/25/2015	300	7,500	Baa1/-/BBB-	103,07	103,32	7,70	3,21	177
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,18	101,32	5,97	1,37	100

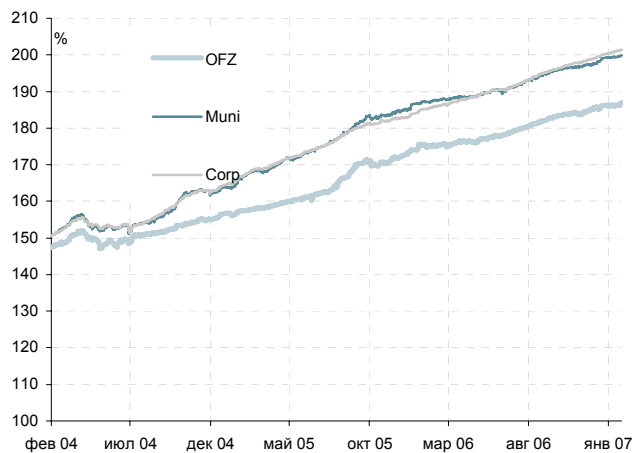
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,36	100,61	6,92	3,14	129
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B/B+	104,27	104,56	8,53	3,55	379
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,01	100,01	5,93	0,00	78
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,48	100,70	7,95	1,98	310
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B	101,28	101,53	10,12	3,60	463
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/B+	100,24	100,26	6,17	0,10	103
ZENIT-09 \$	10/27/2009	200	8,750	-/-/B	99,83	100,13	8,75	2,31	394
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3/-/-	100,37	100,52	-144,05	0,00	-512
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,76	100,05	8,04	1,86	318
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B+/B+	101,73	101,98	8,15	2,98	338
Promsviaz-11 \$	10/20/2011	125	8,750	Ba3/B+/B+	101,43	101,85	8,31	3,69	357
Promsviaz-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/B-/B-	102,19	102,61	9,04	4,01	430
RSHB-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/-/BBB	102,34	102,59	7,31	3,80	160
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	102,75	103,00	6,01	3,27	125
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	104,85	105,10	6,20	4,94	147
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,29	100,33	6,66	0,17	152
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,35	100,50	7,07	0,58	195
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,68	100,85	7,43	1,09	241
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	97,44	97,69	8,28	3,04	352
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	99,91	100,16	8,61	3,40	386
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	99,28	99,53	9,67	3,15	430
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	104,03	104,28	7,97	2,27	324
Sibacadembank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-/-/B	102,59	102,90	7,42	1,15	241
Sibacadembank-09 \$	5/12/2009	351	9,000	-/-/B	101,91	102,16	7,98	1,96	313
Sibacadembank-11 EUR	11/16/2011	300	8,300	B1e/-/B	103,39	103,74	7,37	3,78	338

Источник: Bloomberg

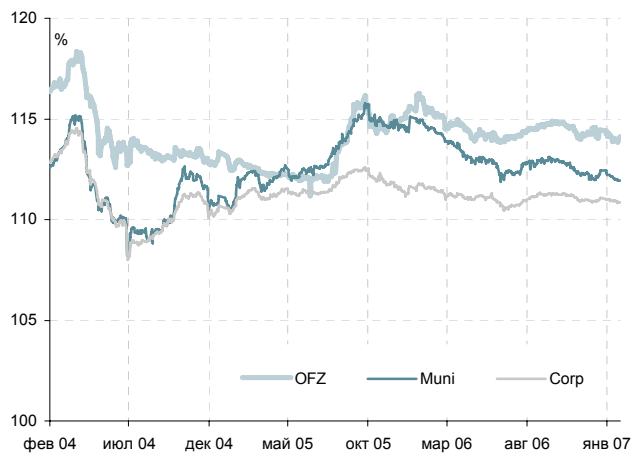
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

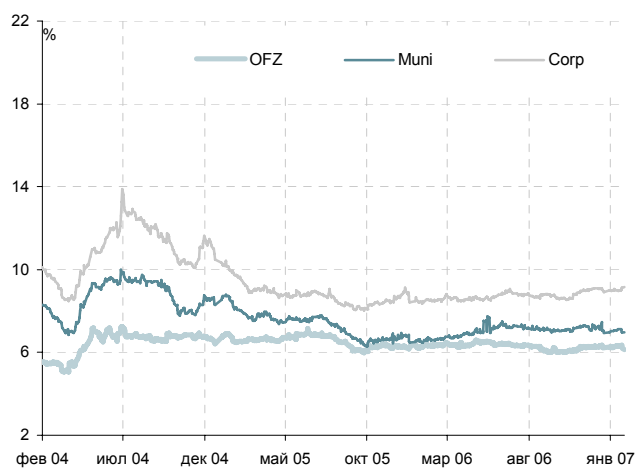
Индекс совокупного дохода



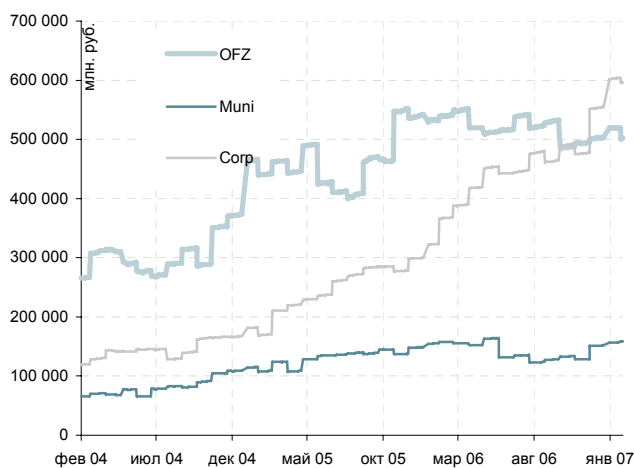
Индекс цен



Динамика доходности



Динамика капитализации

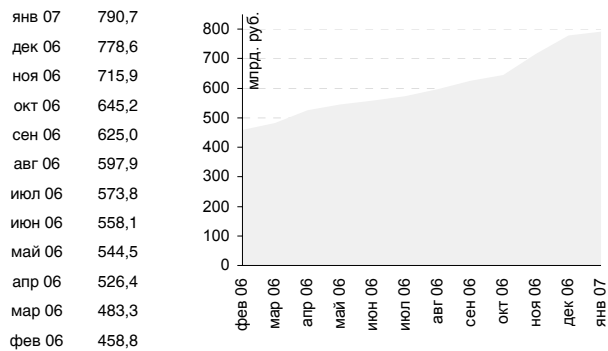


Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

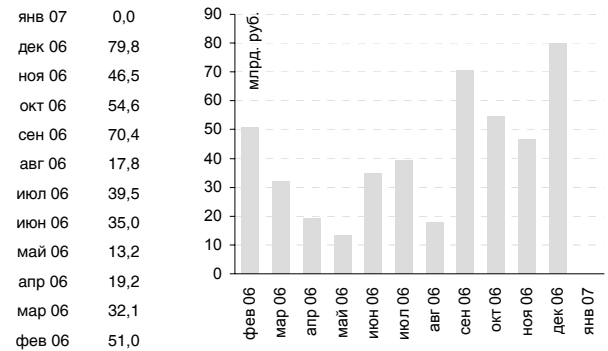
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytics/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

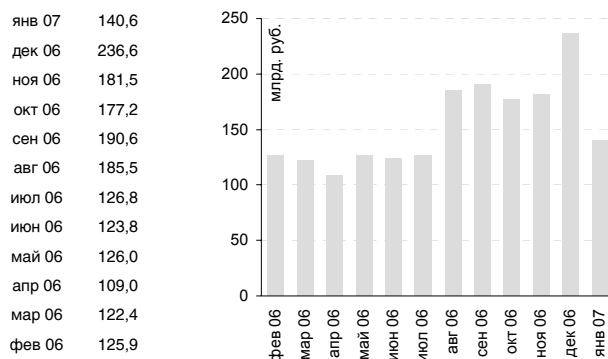
Емкость рынка*



Первичные размещения



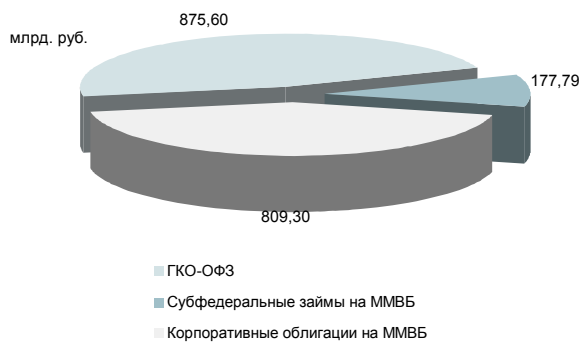
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

** В объеме торгов учитываются только выпуски, включенные в емкость рынка

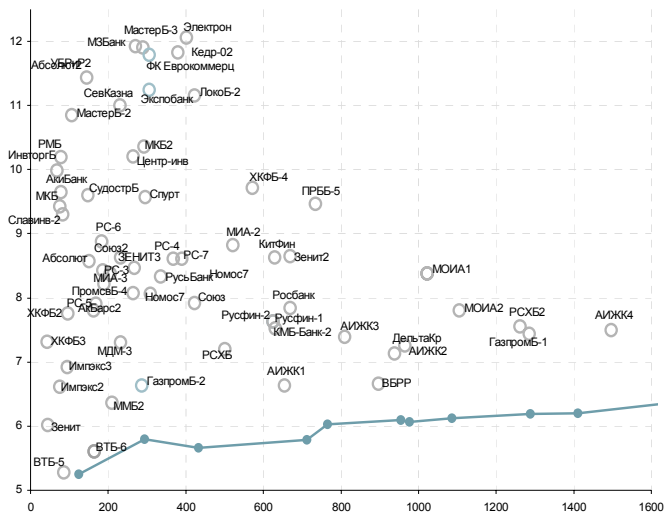
Длительность (дней)



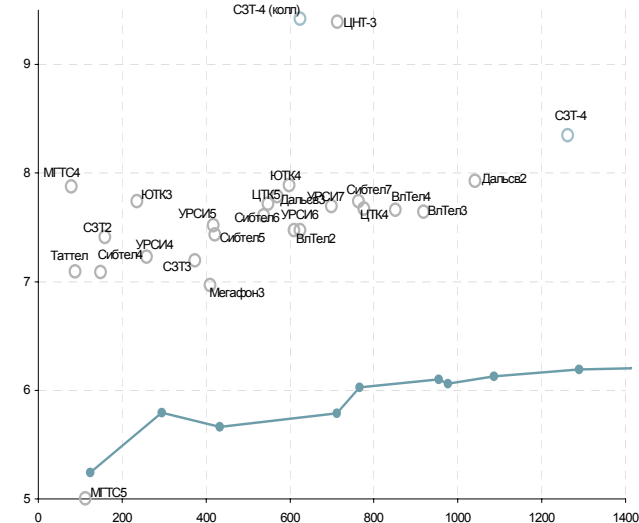
**БАНК
ЗЕНИТ**
БАНКОВСКАЯ ГРУППА
ЗЕНИТ-АТЛАНТИК ДАМ

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

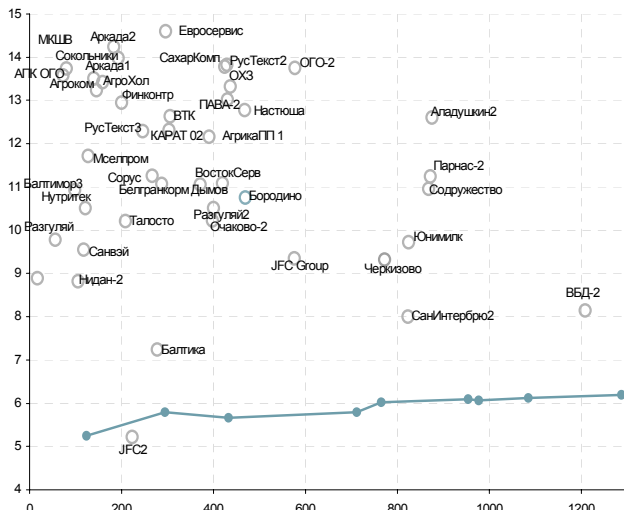
Банки, финансовые услуги



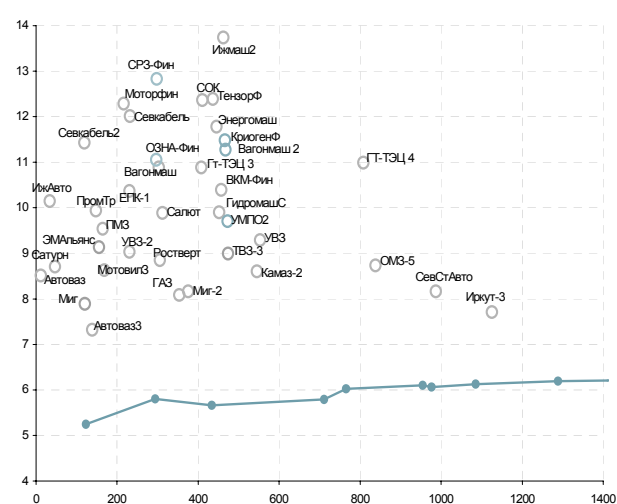
Телекоммуникации



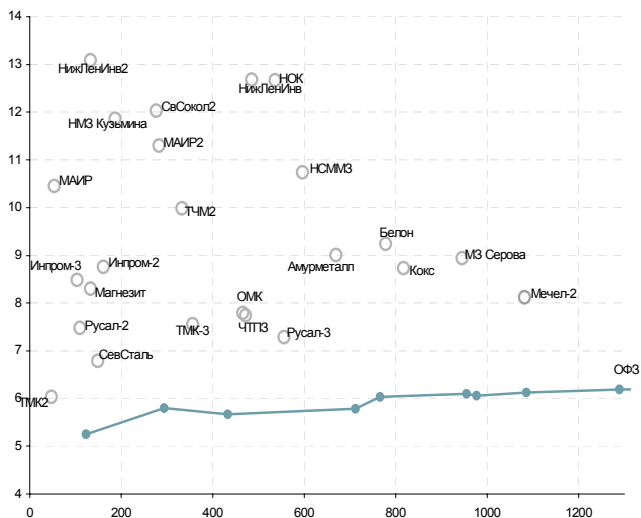
Пищевая промышленность, АПК, легкая промышленность



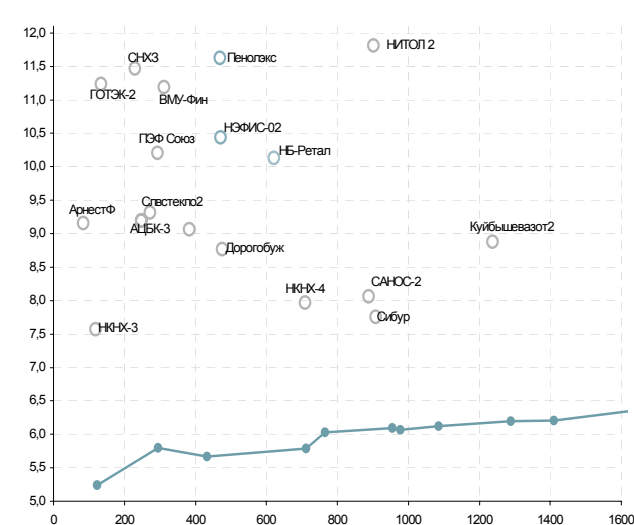
Машиностроение



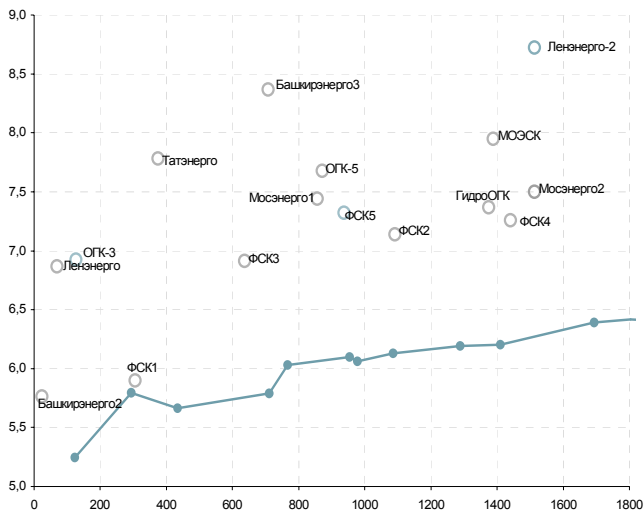
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



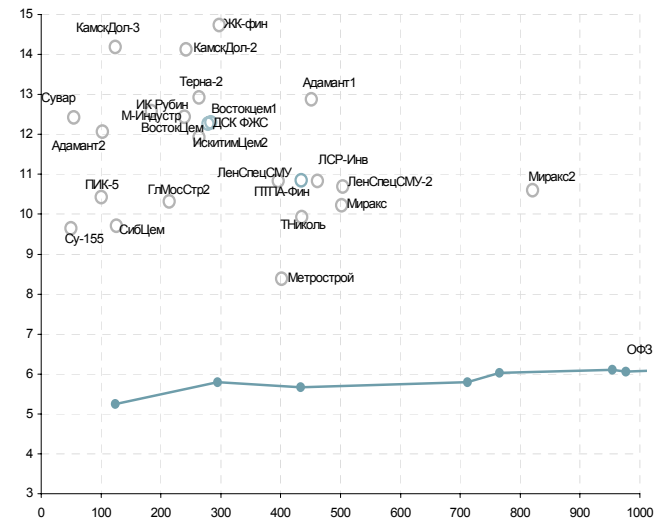
Химическая промышленность, ЛПК



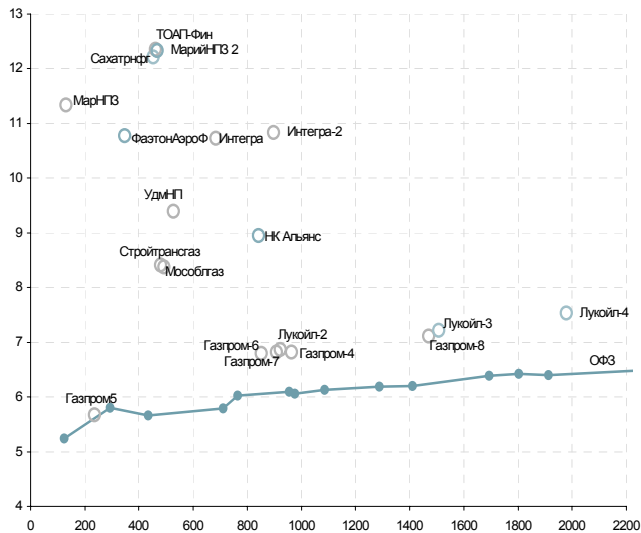
Энергетика



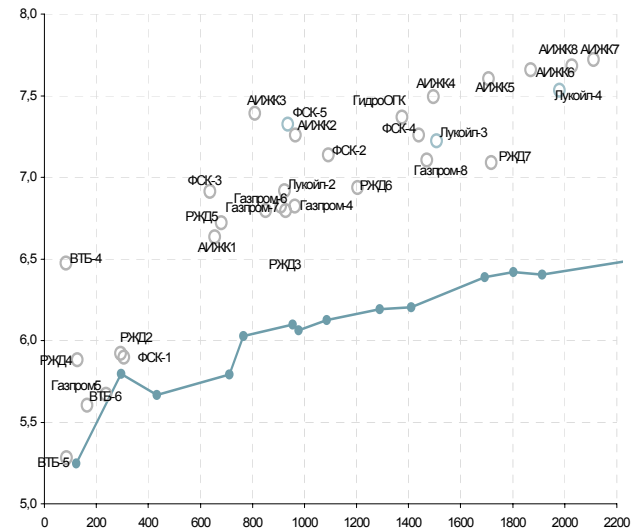
Строительство, стройматериалы



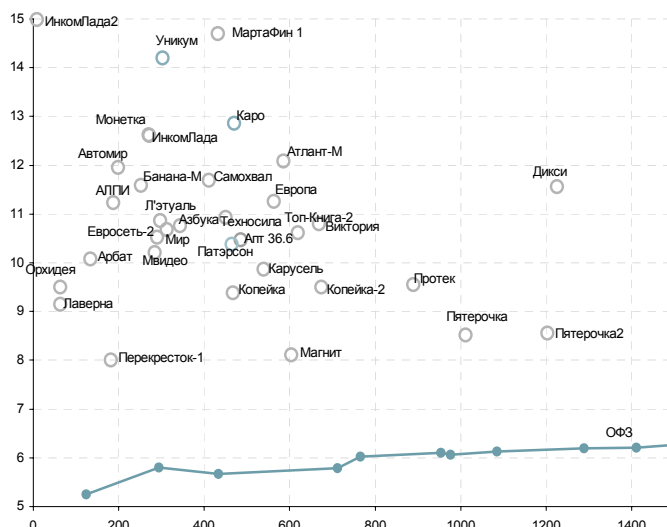
Нефтегазовая отрасль



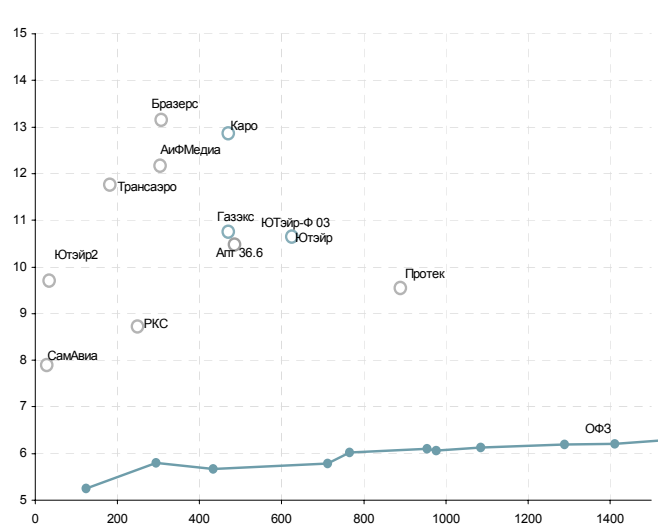
Естественные монополии



Ритейл



Услуги



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
Зам. Начальника Департамента

Роман Пивков
Кирилл Копелович

roman.pivkov@zenit.ru
kopelovich@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления
Зам. начальника
Рублевые облигации
Рублевые облигации
Рублевые облигации
Валютные облигации

Константин Поспелов
Алексей Третьяков
Роман Попов
Дмитрий Елисеев
Алексей Баранчиков
Светлана Агиевец

konstantin.pospelov@zenit.ru
a.tretyakov@zenit.ru
r.popov@zenit.ru
d.eliseev@zenit.ru
a.baranchikov@zenit.ru
s.agievets@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации
Еврооблигации
Анализ кредитных рисков
Анализ кредитных рисков
Анализ кредитных рисков

Яков Яковлев
Александр Доткин
Ольга Ефремова
Наталья Толстошеина
Мария Сулима

y.yakovlev@zenit.ru
a.dotkin@zenit.ru
o.efremova@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
m.sulima@zenit.ru

Акции

Дмитрий Лукашов

d.lukashov@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Начальник управления
Брокерское обслуживание
Брокерское обслуживание

Сергей Матюшин
Ирина Киреева
Тимур Мухаметшин

s.matyushin@zenit.ru
i.kireeva@zenit.ru
t.mukhametshin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления
Рублевые инструменты
Валютные инструменты

Валерий Голованов
Алексей Балашов
Антон Литвяков

v.golovanov@zenit.ru
a.balashov@zenit.ru
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.