

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

США	2
Еврооблигации России	4
Рынок рублевых облигаций	5
Первичные размещения	7
Приложение	10

Рынок Treasuries вот уже который год подряд испытывает период весеннего обострения, в связи с чем доходность длинных бумаг выросла до максимальных с июня 2004 года уровней. Однако мы полагаем, что, текущие доходности не в полной мере отражают ожидания повышения ставки до 5%, поэтому подтверждаем прогноз по доходности UST2 на уровне 4.9-5%, UST10 – 5-5.1%.

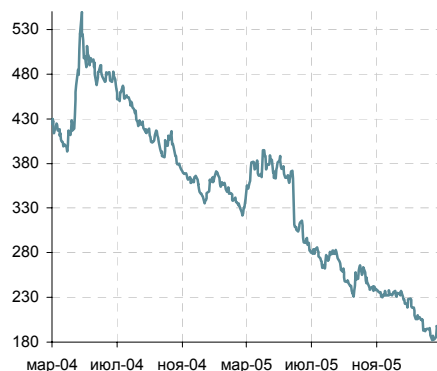
В ближайшей перспективе мы занимаем нейтральную позицию в суверенном сегменте, ожидая колебания спреда в диапазоне 100-115 б.п. В корпоративном секторе мы рекомендуем бумаги Ситроникса-09, недооцененные по отношению к кривой АФК Системы. В остальных наших рекомендациях (Синеке-15, Промстройбанке-15 и Евразхолдинге-15) мы рекомендуем восстанавливать длинные позиции в случае стабилизации ситуации на рынке базовых активов и снижения доходности по UST10 ниже 4.7%.

Мы придерживаемся умеренно негативного взгляда на рынок рублевого долга, который, по всей видимости, еще ощутит на себе негативное давление со стороны базовых активов. В то же время, относительно благоприятная ситуация на денежном рынке, по всей видимости, будет обеспечивать спрос на наиболее подешевевшие выпуски в моменты стабилизации внешней конъюнктуры.

Рекомендуем инвесторам воспользоваться рыночными перекосами на корпоративной кривой доходности, возникшими в ходе последней волны продаж, и сосредоточиться на недооцененных выпусках, имеющих потенциал роста в случае улучшения рыночной конъюнктуры, и, в то же время, способных выполнить защитную роль в случае продолжения негативного тренда. В частности, в числе наших рекомендаций на покупку – ФСК-3, РСХБ-2, ХКФ Банк-3, Пятерочка и Пятерочка-2, Магнит, ЮТК-2 и ЮТК-3, Санвэй, Мидлэнд Групп, Адамант Финанс.

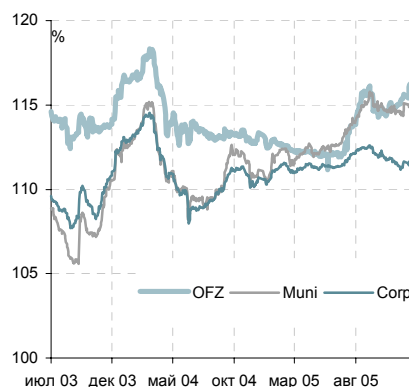
Предстоящие размещения: Ютэйр, Дикси

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

США

Настроения на рынке казначейских бумаг в прошедшем месяце продолжили ухудшаться, и доходность 2-летних Treasuries выросла на 7 б.п. до 4.76%, доходность 10-летних – на 19 б.п. до 4.77%.

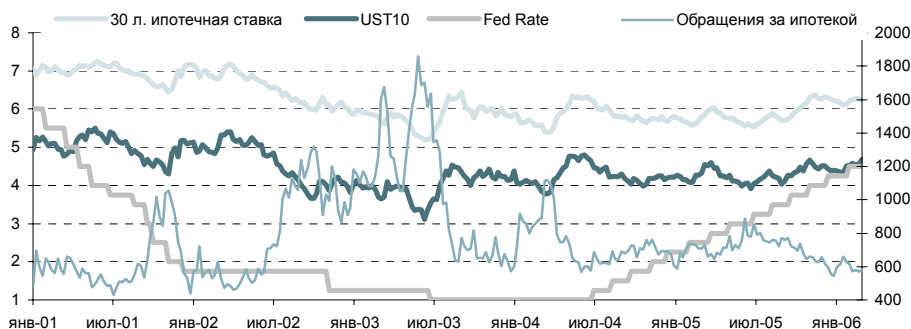
Главным событием февраля, безусловно, стало выступление нового главы ФРС Бена Бернанке с полугодовым докладом о состоянии экономики и дальнейшей политике ФРС. Очевидно, что, выступая впервые перед Конгрессом в новой должности, Бернанке не мог произнести что-то экстраординарное, поэтому тон выступления был выдержан в красках последнего заседания ФРС. В первую очередь, Бернанке выделил продолжающийся рост экономики, отметив, что прогнозный рост ВВП в текущем году составит 3.5%. Затем глава ФРС перешел к существующим рискам ускорения инфляции, связав их с ростом цен на энергоносители и высоким уровнем использования ресурсов, иными словами состоянием рынка труда. В этих условиях, решение ФРС о повышении ставки до 4.5%, по мнению Бернанке выглядит оправданным. В описании инфляционных рисков мы согласны с новым председателем ФРС: так, январский скачок цен на энергоносители ожидаемо нашел отражение в акселерации цен производителей до 5.7% и потребителей до 4% в годовом выражении соответственно. Кроме того, удельная стоимость рабочей силы в четвертом квартале оказалась на годовом максимуме 3.3%. Таким образом, существовавшие ожидания более мягкой политики Бернанке пока не находят подтверждения. В этой связи, если экономика не испытает резкого потрясения в ближайшее время, что кажется весьма проблематичным, достижение 5 процентного уровня по ставке в мае становится для нас базовым вариантом. Более того, мы отмечаем, что с прошлой недели вероятность достижения 5.25% перестала быть нулевой и теперь, согласно доходности евродолларового контракта, составляет 10%.

Помимо инфляционных проблем глава ФРС уделил достаточно внимания рискам, связанным с рынком недвижимости. Столь пристальное внимание к рынку недвижимости неслучайно: его вклад в ВВП в прошедшем году оценивается на уровне 55%, а 40 % рабочих мест, созданных с 2001 года так или иначе связаны со строительством. Продолжавшийся до недавнего времени значительный рост цен объясняется двумя факторами. Во-первых, после обвала фондового рынка, недвижимость стала одним из главных инвестиционных объектов. Во-вторых, ставки по ипотеке оставались на исторически низких уровнях. Так, ставка по 30-летнему кредиту Freddie Mac сейчас составляет порядка 6.3%, что соответствует уровню июня 2004 года, когда ФРС взяла курс на повышение ставки.

По мнению Бернанке, с учетом существенного прироста в ценах на жилье и высокой домостроительной активности в последние несколько лет, рост цен и строительства может замедлиться в более значительной степени, чем кажется вероятным в настоящее время. Озабоченность председателя ФРС вполне понятна: в последнее время рынок недвижимости испытывает определенные затруднения с сохранением прежних темпов роста.

Говоря о низких ипотечных ставках, стоит признать, что за последние полгода они выросли на 70 б.п., и этот факт находит отражение в объемах привлекаемых ипотечных кредитов. Логическим следствием изменения ситуации на ипотечном рынке стало замедление продаж новых и вторичных домов, вследствие чего объем непроданного жилья вышел на рекордный уровень. С целью понимания дальнейшей динамики ипотечных ставок, мы предлагаем сравнить их с доходностью 10-летних Treasuries. Оценивая спрэд на протяжении последних двух лет, мы приходим к выводу что его средняя величина составляет порядка 160-170 б.п. Исходя из нашего прогноза по доходности UST10 на уровне 5%, мы не исключаем роста ставки по ипотеке до 6.6-6.7%, что может вызвать дальнейшее снижение активности покупателей.

Динамика процентных ставок и индекса обращений за ипотечными кредитами, %

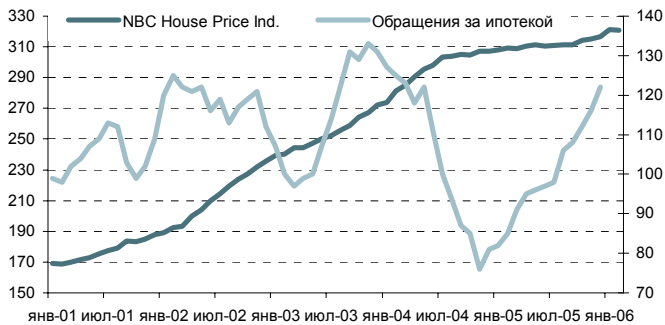


Источник: Bloomberg

Насколько реален обвал цен и чем грозит снижение строительной активности экономике США? Резкое снижение цен на дома могло бы серьезно повредить текущему уровню по-

требительских расходов. Однако мы не ожидаем, что снижение цен будет сильным: скорее всего, рынок ждет незначительная коррекция. Для примера мы предлагаем рассмотреть последнее наиболее известное охлаждение рынка недвижимости – Великобритания в 2004 году.

Рынок недвижимости Великобритании



Источник: Bloomberg

Рынок недвижимости США (вторичное жилье – 85% всего рынка)



Источник: Bloomberg

Повышение Банком Англии ставки с 3.5% до 4.75% привело к удорожанию кредитов и вызвало резкое снижение объема ипотечных сделок, однако при этом цены лишь замедлили свой рост. Мы полагаем, что ситуация в США будет развиваться по аналогичному сценарию, что к слову и наблюдается в настоящий момент. Кроме того, мы надеемся, что текущее состояние рынка труда (+243 тыс. новых мест в феврале) и, как следствие, продолжающийся рост доходов (3.5% в феврале, 5-летний максимум) смогут компенсировать негативные настроения в строительном секторе и поддержать существующие темпы персональных расходов населения.

Если не брать во внимание оказавшиеся неожиданно слабыми данные по рынку недвижимости, текущая макроэкономическая ситуация представляется нам вполне оптимистичной. Февральские индексы деловой активности, как в промышленности, так и в сфере услуг оказались выше прогнозов. Рост ВВП в четвертом квартале был пересмотрен с 1.1% до 1.6%, а в текущем квартале ожидается на рекордном за последние два года уровне 4.5%, что заставляет оставшихся в меньшинстве пессимистов пересматривать свои взгляды на перспективы экономического роста.

Помимо фундаментальной подоплеки рынок казначейских бумаг оказался под гнетом возможного глобального роста ставок. В марте ЕЦБ поднял ставку на 25 б.п. до 2.5%, обозначив существующие инфляционные риски в Еврозоне и открыв тем самым дорогу к 3%. Кроме того, Банк Японии принял решение об изменении ультрамягкой монетарной политики. Первым шагом в «стране восходящего солнца» станет сокращение вливаний наличной валюты в банковскую систему, а затем, если набирающие силу инфляционные процессы в стране сохранятся, возможно, мы увидим первое с 2000 года повышение ставки с текущего нулевого уровня. С одной стороны, повышение ставок в странах с развитой экономикой негативно влияет на курс доллара, с другой, приводит к удорожанию денег и, как следствие, сокращению ликвидности. Решение первой проблемы, очевидно, требует от американских властей ответных действий в рамках поддержания дифференциала ставок на прежнем уровне (200 б.п. с ЕЦБ). В то же время, если сокращение ликвидности действительно будет иметь место, то это станет для США гораздо более сложной проблемой, учитывая высокую необходимость увеличения заимствований для финансирования рекордного дефицита.

Таким образом, рынок Treasuries вот уже который год подряд испытывает период весеннего обострения, в связи с чем доходность длинных бумаг выросла до максимальных с июня 2004 года уровней. Однако мы полагаем, что, текущие доходности не в полной мере отражают ожидания повышения ставки до 5%, поэтому подтверждаем прогноз по доходности UST2 на уровне 4.9-5%, UST10 – 5-5.1%.

Еврооблигации России

Февральская консолидация на рынке базовых активов способствовала значительному притоку денежной ликвидности на развивающиеся рынки благодаря сильным внутренним фундаментам. Профицит внешнеторгового баланса вследствие благоприятной сырьевой конъюнктуры позволил Бразилии, Венесуэле, Колумбии и Мексике заявить о выкупе наиболее дорогих обращающихся бумаг на общую сумму около \$20 млрд. В результате индекс EMBIG в феврале принес инвесторам прибыль в размере 27% годовых, сузив при этом спрэд до рекордных 182 б.п. Благоприятная атмосфера сохранялась вплоть до начала весны, когда ситуация на рынке казначейских бумаг резко ухудшилась, что заставило инвесторов померить аппетиты к развивающемуся риску.

Рост российского сегмента отставал от динамики сектора в целом, что, как мы неоднократно указывали, объясняется близостью российского спрэда к справедливым оценкам: портфель на основе индекса EMBIG Russia принес инвесторам 17.6% годовых. В связи с этим нашей краткосрочной рекомендацией была фиксация длинных позиций на уровне 100-105 б.п. Тем не менее, латиноамериканский карнавал с выкупом долгов оказал поддержку российским бумагам, и спрэд в конце февраля сокращался до 96 б.п. Однако начавшаяся весенняя распродажа привела к расширению спрэда до 113-115 б.п. При этом бенчмарк Россия-30 за первую неделю марта упала со 113% до 110.3% (УТМ 5.86%), что подтверждает наши опасения, связанные с прямым инвестированием в суверенный сегмент. Мы нейтрально оцениваем перспективы российского спрэда на ближайшее время, полагая, что он сохранит повышенную восприимчивость к динамике базовых активов и будет пребывать в диапазоне 100-115 б.п. Мы продолжаем считать, что объявленный нами ранее целевой уровень (80 б.п.) будет достигнут лишь во втором полугодии, когда ФРС прекратит повышение ставки, а новое соглашение с Парижским клубом о досрочной выплате долга станет реальностью.

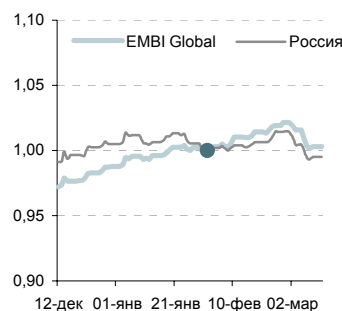
Основной интерес операторов рынка в корпоративном секторе был сосредоточен в выпусках длинной дюрации. Явным лидером стали бумаги Промсвязьбанка-10, выросшие на 250 б.п. до 102.5% (total return 39% годовых). При этом стоит признать, что мы недооценили потенциал роста, рекомендуя выходить из бумаги на уровне 101.9%. Другие рекомендованные нами выпуски чувствовали себя также вполне комфортно: Евразхолдинг-15 обеспечил участникам рынка прибыль на уровне 25% годовых, Синек-15 – 23% годовых. В марте на фоне ухудшения конъюнктуры долговых рынков мы рекомендуем временно закрыть длинные позиции. Мы полагаем возможным начать покупки подешевевших выпусков лишь в случае стабилизации ситуации на рынке базовых активов и снижения доходности по UST10 ниже 4.7%.

Первичный рынок, как и в январе, оказался весьма скудным на интересные размещения, предложив лишь 3-летний займ Ситроникса (В3/В-), дочерней компании АФК Система (В/В3/В+). Несмотря на то, что головная структура не является поручителем по займу, дефолт Ситроникса, очевидно, повредит ее финансовому состоянию, поэтому мы считаем, что эмитент может рассчитывать на поддержку АФК Система, что, в частности, отражается в одинаковых рейтингах от Moody's. В связи с этим премия при размещении к кривой Системы на уровне 100 б.п., на наш взгляд, выглядела завышенной, и мы рекомендовали участие в аукционе, рассчитывая на сокращение премии до 30-50 б.п. Поскольку текущий спрэд составляет 80 б.п., мы рекомендуем выпуск Ситроникса-09 к покупке, при этом для хеджирования от дальнейшего роста ставок можно использовать продажу бумаг АФК Системы-08.

В условиях повышенной волатильности мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на рынок CLN, чьи высокие спрэды к еврооблигационным выпускам компенсируют низкую ликвидность. Среди прошедших в феврале размещений мы выделяем выпуски Mirax Group и Интер РАО ЭЭС: предложенные на аукционе доходности оказались весьма привлекательными для инвесторов, что в дальнейшем подтвердило снижение доходности на вторичных торгах. Дальнейший рост обоих выпусков, по нашему мнению, будет во многом зависеть от конъюнктуры долгового рынка в целом.

Итак, в ближайшей перспективе мы занимаем нейтральную позицию в суверенном сегменте, ожидая колебания спрэда в диапазоне 100-115 б.п. В корпоративном секторе мы рекомендуем бумаги Ситроникса-09, недооцененные по отношению к кривой АФК Система. В остальных наших рекомендациях (Синек-15, Промстройбанке-15 и Евразхолдинг-15) мы рекомендуем восстанавливать длинные позиции в случае стабилизации ситуации на рынке базовых активов и снижения доходности по UST10 ниже 4.7%.

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	2,2%	187	-20
Argentina	12,3%	354	-71
Brazil	3,7%	218	-42
Bulgaria	0,7%	77	-5
Chile	0,7%	68	-6
China	0,4%	64	-3
Columbia	3,3%	156	-39
Ecuador	2,1%	551	-10
Hungary	0,8%	59	-5
Malaysia	0,7%	76	-5
Mexico	1,5%	122	-8
Morocco	0,6%	96	8
Nigeria	0,2%	360	20
Peru	1,4%	185	-14
Philippines	1,8%	265	-16
Poland	0,0%	56	3
Russia	1,5%	100	-11
South Africa	0,6%	67	-6
Turkey	2,2%	185	-21
Ukraine	1,5%	169	-32
Uruguay	2,3%	231	-12
Venezuela	2,5%	223	-24

Источник: J.P. Morgan

Рынок рублевых облигаций

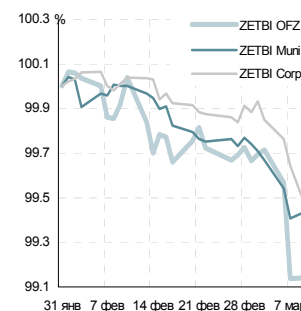
Февраль, а в особенности первая декада марта, оказались довольно прохладными для инвесторов в рублевые облигации: несмотря на все позитивные внутренние факторы, рынок не смог противостоять внешнему негативу в лице резкого роста доходностей Treasuries с началом весны. В результате, в период с конца января по 10 марта ценовые индексы семейства ZETBI в негосударственном сегменте потеряли в весе 37-58 б.п., а индекс госбумаг ZETBI OFZ опустился на 80 б.п.

Основной интригой в феврале стало противостояние двух разнонаправленных с точки зрения влияния на настроения участников факторов. На одной чаше весов оказалась динамика внутреннего валютного рынка, преподнесшая приятный сюрприз. Уже далеко не новая идея о том, что на фоне галопирующей инфляции ЦБ все-таки предпримет шаги в области укрепления рубля, наконец, реализовалась: рост цен почти на 4% за 2 месяца заставил регулятора слегка поступиться интересами российских экспортеров. Несмотря на довольно высокую волатильность на FOREX, курс доллара внутри страны во второй половине февраля уверенно опустился почти на 1% до уровня 28 – 28.05 руб. за доллар, а в моменты слабости американской валюты на мировом валютном рынке курс опускался до 27.92 руб., минимума с мая прошлого года. При этом, общий настрой на укрепление рубля вылился в спекулятивных продажах валюты коммерческими банками, обеспечивших внушительный приток ликвидности в середине прошлого месяца: сумма остатков на корр. счетах и депозитах превысила 500 млрд. рублей.

С другой стороны, внешняя угроза в лице вероятного продолжения глобального тренда на рост ставок в США, равно как и в подключившейся к процессу ужесточения денежно-кредитной политики Европе, не давала участникам рынка возможности сосредоточиться на позитиве. В сочетании с достаточно плотным потоком новых выпусков, общий объем которых только в корпоративном сегменте в феврале составил почти 50 млрд. рублей, и снижением объемов денежной ликвидности в период налоговых платежей, риски ухудшения конъюнктуры в базовых активах и еврообондах не могли не сказаться на настроениях инвесторов на внутреннем рынке. Кульминацией стало довольно ощутимое снижение в рублевых бумагах в первую неделю марта, когда опасения по поводу негативной динамики Treasuries стали реальностью, спровоцировав sell-off в еврооблигациях развивающихся стран.

В результате потенциальный доход от вложения в корпоративные и субфедеральные выпуски за февраль – начало марта немногим превысил 16% - 28%, при этом наилучший результат принесли бумаги третьего эшелона и выборочные выпуски более высокого кредитного качества, выросшие на позитивном новостном фоне (в частности, облигации Импэксбанка на информации о покупке Райффайзенбанком). По большинству длинных выпусков в первом эшелоне и сегменте госбумаг доходность вложения была отрицательной.

Динамика ценовых индексов ZETBI в феврале – первой декаде марта



Источник: Банк ЗЕНИТ

Государственные облигации - лидеры по доходности в феврале-начале марта:		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
SU45001RMFS3	0.95	10.68
SU46002RMFS0	0.98	9.92
SU46001RMFS2	0.63	6.83
SU25058RMFS7	0.56	6.50
SU25057RMFS9	0.53	5.96
SU27025RMFS4	0.40	4.64
SU46003RMFS8	0.21	2.17
SU46018RMFS6	0.01	0.06
SU46017RMFS8	-0.06	-0.68
SU46014RMFS5	-0.12	-1.26

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Субфедеральные облигации - лидеры по доходности в феврале-начале марта:		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
НовсиБО-05	1.41	16.22
Новсиб Зоб	1.51	15.46
ЯрОбл-04	1.43	15.20
КрасЯрск04	1.34	15.19
Чувашия-04	1.50	14.94
НовсибОбл2	1.39	14.58
КостромОб4	1.20	12.93
ЯрОбл-05	1.06	12.34
КировОбл 1	0.98	11.33
КОМИ 6в об	1.18	11.26

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные облигации - лидеры по доходности в феврале-начале марта:		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
Импэкс-3	2.45	28.24
Кедр-01	2.32	27.66
СМАРТС 02	2.29	26.60
НижЛенИнв2	2.20	25.59
АЦБК-Инв 1	1.99	22.83
МаирИнв-01	1.84	21.51
РусТекстил	2.00	21.30
ВлГТлкВТ-3	1.82	21.18
ГАЗПРОМ А3	1.75	20.39
Магнит 1	1.69	19.65

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Оценивая возможное поведение рублевых бумаг в марте, мы полагаем, что настроения на рынке по-прежнему будут в существенной степени определяться влиянием извне. Если продажи в российских еврообондах на фоне негативного тренда в базовых активах найдут продолжение, это вряд ли пройдет незамеченным для доходностей длинных ОФЗ, с начала года поддерживающих средний спрэд к суверенным еврооблигациям порядка 110 б.п. Повышенную чувствительность к колебаниям внешней конъюнктуры, вероятно, сохраняют и длинные голубые фишки, торгующиеся с узким спрэдом к ОФЗ.

В то же время, пока у рынка остается довольно сильная поддержка со стороны высоких ожиданий дальнейшего укрепления рубля. В пользу того, что такие ожидания в ближайшем будущем будут сохраняться, говорят неутешительные официальные прогнозы по инфляции за март, которая может составить 0.9 – 1.1%. В сумме это дает 5-5.2% за первый квартал (на уровне 1 квартала прошлого года) и все дальше отдаляет ориентир в 8.5% за год.

Непосредственный эффект роста курса рубля в феврале на девальвационные ожидания и размер валютной премии как части спреда между рублевыми бумагами и еврооблигациями был практически незаметным: кривая доходности NDF на длинном отрезке по сравнению с январем почти не изменилась. В то же время, смена приоритетов на внутреннем ва-

лютом рынке в пользу национальной валюты и растущий объем длинных позиций в рублях/коротких в долларах определенно позитивно сказывается на уровне денежной ликвидности, позволяя пройти очередные налоговые платежи без существенного роста стоимости рублей.

С точки зрения влияния на ставки МБК настроения на валютном рынке, похоже, пока остаются на первом месте, в особенности учитывая, что возможности ЦБ по регулированию общего уровня ликвидности через механизмы процентного регулирования пока довольно ограничены. Фактически они сводятся к следующему. Во-первых, регулятор устанавливает ориентир нижней границы стоимости денег для банков первого круга через ставку по однодневным депозитам в ЦБ. Во-вторых, в качестве верхней границы в моменты локальных дефицитов ликвидности, как правило, обусловленных все тем же валютным рынком (банки делают ставку на рост доллара, экспортеры придерживаются выручку), служит ставка однодневного РЕПО (колеблется около 6%). Ставка по депозитам в начале марта была повышена с 0.5% до 1%. Это вряд ли делает погоду на денежном рынке, хотя и свидетельствует об озабоченности регулятора своей неспособностью влиять на уровень ликвидности в системе с помощью процентных ставок. В свете пристального внимания президента и главы правительства к проблеме инфляции, можно ожидать, что ЦБ будет предпринимать все возможные попытки для более эффективной стерилизации избыточной денежной массы. На самом деле, по заявлениям представителей самого ЦБ (в частности, зам. председателя Алексей Улюкаева), именно избыточная ликвидность и является главной помехой на пути эффективного регулирования процентными методами – пока растущие цены на нефть обеспечивают высокий приток экспортной выручки, банки не нуждаются критически в Центробанке как кредиторе последней инстанции. Таким образом, учитывая позитивные ожидания в отношении курса рубля на валютном рынке, наиболее сильным фундаментальным фактором, способным подтолкнуть к росту ставки МБК и вызвать серьезный дефицит денежной ликвидности, может стать существенное падение цен на нефть, чего в среднесрочной перспективе мы не ожидаем.

Стоит отметить, что действия ЦБ по борьбе с инфляцией, помимо растущего рубля и высокой ликвидности, потенциально могут иметь еще одно следствие для долгового рынка, уже менее позитивного характера. Одним из инструментов стерилизации денежной массы является механизм размещения госбумаг, и для того, чтобы этот инструмент работал максимально эффективно, ЦБ и Минфин могут предпочесть размещать бумаги с премией и увеличить объем внеплановых выпусков. Это, в свою очередь, может оказать определенное давление на котировки ОФЗ и первого эшелона.

Таким образом, в целом мы придерживаемся умеренно негативного взгляда на рынок рублевого долга, который, по всей видимости, еще ощутит на себе негативное давление со стороны базовых активов. В то же время, относительно благоприятная ситуация на денежном рынке, по всей видимости, будет обеспечивать спрос на наиболее подешевевшие выпуски в моменты стабилизации внешней конъюнктуры.

На этом фоне мы рекомендуем инвесторам воспользоваться рыночными перекосами на корпоративной кривой доходности, возникшими в ходе последней волны продаж, и сосредоточиться на недооцененных выпусках первого – второго эшелона, имеющих потенциал роста в случае улучшения рыночной конъюнктуры, и, в то же время, способных выполнить защитную роль в случае продолжения негативного тренда.

В частности, мы выделяем облигации 3 серии ФСК, торгующиеся на одном уровне с более длинным выпуском ФСК-2 – в то время как кривые Газпрома и РЖД на данном горизонте имеют положительный наклон. Кроме того, привлекательно для покупки на условиях when and if в первом эшелоне смотрятся облигации Россельхозбанка-2, цена которых на форвардном рынке колеблется около номинала (доходность 8.08% годовых). При данном уровне премии рублевого выпуска над валютным РСХБ-10 близкой дюрации составляет 152 б.п., а спрэд к размещенным в начале февраля облигациям Газпромбанка превышает 85 б.п. – при том, что на рынке еврооблигаций спрэд РСХБ-10 к кривой бондов Газпромбанка составляет всего 15-20 б.п.

Во втором эшелоне похожая ситуация складывается с облигациями ХКФ Банка-3, торгующиеся со спрэдом к кривой выпусков Русского Стандарта порядка 100 б.п.: аналогичный спрэд на рынке еврооблигаций на превышает 18 б.п.

На более длинном отрезке дюрации довольно привлекательно смотрятся выпуски ритейлеров. В частности, Пятерочка благодаря довольно умеренной долговой нагрузке и высоким темпам роста, характерным для отрасли, а также крайне высокому для российских корпоративных заемщиков кредитному рейтингу («BB-» от S&P) может торговаться по доходности ниже близких по дюрации выпусков ВБД (рейтинг S&P «B+») и Волгателекома («B+»). Более высокая рентабельность последнего (31% по EBITDA против 11% у Пятерочки), на наш взгляд, компенсируется более существенной потребностью в инвестициях, характерной для телекомов, и меньшими темпами роста масштабов бизнеса: пример ЮТК показателен с точки зрения темпов, с которыми МРК могут увеличивать свою долговую нагрузку для финансирования агрессивной инвестиционной программы. Как следствие, потенциал роста имеют и другие ритейлеры, для которых Пятерочка выступает своего рода бенчмарком. Наиболее привлекательно смотрятся облигации Магнита, торгующиеся со спрэдом к Пятерочке-1 (учитывая дисконт за дюрацию 25-30 б.п.) 90-95 б.п.

Кроме вышеперечисленных, по-прежнему привлекательно к покупке смотрятся выпуски ЮТК-2 и ЮТК-4, недооцененные относительно других региональных телекомов, а также некоторые серии третьего эшелона: Санвэй, Мидлэнд Групп, Адамант Финанс.

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / оферты	Доходность к погашению / оферте, % годовых	Прогноз организатора	Прогноз Банка ЗЕНИТ	Организатор/Синдикат по размещению
9 фев	ТОП-Книга	700	3 года / 1 год	- / 11.67%	н/д	12% - 12.5%	ТРАСТ / Уралсиб, ИК Регион, Алор Инвест, Еврофинанс Моснарбанк, Промсвязьбанк, Банк Российский кредит, Номос-Банк, Северо-Западный инвестиционный центр, Сургутнефтегазбанк
9 фев	Трансаэро-Финансы	2 500	3 года / 1.5 года	- / 11.99%	н/д	-	РОСБАНК / Русский Банк Развития, ВТБ, МДМ-Банк, Промсвязьбанк, Москоммерцбанк, Банк Союз, Русский Славянский Банк, ИК Авиационные финансы
14 фев	ЗЕНИТ-2	2 000	3 года	8.56%	8.3% - 8.5%	-	ЗЕНИТ / ММБ, Номос-Банк, ИК КапиталЪ, Дрезднербанк, Инвестсбербанк, ФК Ноосфера, Славинвестбанк
14 фев	ГАЗ-Финанс	5 000	5 лет / 2 года	- / 8.67%	8.3% - 8.5%	-	БАНК СОЮЗ, ИК ТРОЙКА ДИАЛОГ / Банк Москвы, Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал, Банк Визави, ВТБ Розничные услуги, Газэнергопромбанк, ИК КапиталЪ, ФК Мегатрастойл, Номос-Банк, АБ Россия, ЦентроКредит
15 фев	ММБ-2	3 000	3 года / 1 год	- / 6.61%	н/д	-	ММБ / CSFB, WestLB, JP Morgan, Номос-Банк, Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал, Ситибанк
15 фев	НМЗ им. Кузьмина	1 200	4 года / 1.5 года	- / 11.3%	11% - 11.5%	11% - 11.25%	ИМПЭКСБАНК / Российский кредит, МДМ-Банк, ММБ, Ак Барс Банк, Банк Москвы, ВТБ Розничные услуги, ИФК Солид, КБ Транспортный, Югра
15 фев	Русский Стандарт-6	6 000	5 лет / 1.5 года	- / 8.26%	8.1% - 8.36%	8%	ГАЗПРОМБАНК / Дойчебанк, JP Morgan, CSFB, ПСБ
16 фев	Банк проектного финансирования	500	3 года / 1.5 года	- / 13.10%	13.05% - 13.1%	-	НОМОС / Импэксбанк, Международный промышленный банк, Русская Трестовая компания
16 фев	ДОМО-Финанс	1 000	2 года / 1 год	- / 12.89%	12.3% - 12.8%	-	ТАТИНК / Татфондбанк, Ак Барс Банк
17 фев	Инком-Лада-2	1 400	4 года / 1 год	- / 12.28%	н/д	-	УРАЛСИБ / ЗЕНИТ, ИФК Солид, Банк Рублев
21 фев	АПК Аркада-2	700	3 года / 1.5 года	- / 13.75%	13.5% - 14%	-	ИМПЭКСБАНК / КБ Транспортный, Номос-Банк, ИК Русс-Инвест, ИФК Солид
21 фев	Отечественные лекарства-2	1 300	3 года / 1.5 года	- / 10.51%	10% - 10.25%	11% - 11.5%	МДМ-БАНК / ВТБ, Газпромбанк, Банк Москвы, Ханты-Мансийский банк
21 фев	ТМК-3	5 000	5 лет / 2 года	- / 8.11%	8% - 8.1%	8.15% - 8.35%	ВТБ, УРАЛСИБ / Дрезднер Банк, ПСБ, Ханты-Мансийский Банк, ММБ, Банк Союз, Еврофинанс Моснарбанк, Импэксбанк, ИК КапиталЪ, ФК Мегатрастойл
21 фев	Юниаструмбанк	1 000	3 года / 1 год	- / 12.89%	н/д	-	ИК АВК, ВТБ, Ак Барс Банк, Ланта-Банк
22 фев	ТД Колейка-2	4 000	6 лет / 3 года	- / 8.99%	8.8% - 8.9%	9.65% - 9.9%	УРАЛСИБ / Коммерцбанк, ММБ, ИК КапиталЪ, Райффайзенбанк, Русский Международный Банк, Славинвестбанк, Банк Союз
22 фев	Россельхозбанк	7 000	5 лет	8.08%	7.9% - 8.15%	-	ВТБ / Дойчебанк, Номос-Банк, МДМ-Банк, Еврофинанс Моснарбанк, ВБРР, ММБ, CSFB, Внешэкономбанк, ING Bank, Райффайзенбанк, Ситибанк, Стандарт Банк, Инвестсбербанк, ФК Мегатрастойл, Банк Москвы, Банк Национальный Стандарт, Северо-Западный Инвестиционный центр
2 мар	Амурметалл	1 500	3 года	10.04%	9.5% - 10%	10% - 10.15%	РАЙФФАЙЗЕНБАНК / ПСБ, Росбанк, Ханты-Мансийский Банк, Банк Москвы, Импэксбанк, Ак Барс Банк, ВТБ, МБРР, Траст, Еврофинанс-Моснарбанк, ИК Русс-Инвест, ВТБ Розничные услуги
2 мар	Банк МИА-3	1 500	6 лет / 1.5 года	- / 9.74%	9.85% - 10.15%	-	УРАЛСИБ / Банк Москвы, Дойчебанк
2 мар	Мельничный комбинат в Сокольниках	1 000	3 года / 1.5 года	- / 11.83%	11.3% - 11.5%	13.5% - 14%	ПРОМСВЯЗЬБАНК / Банк Союз, Межрегиональный Инвестиционный Банк
2 мар	Мосэнерго-2	5 000	10 лет / 6 лет	- / 7.8%	7.6% - 7.9%	8%	ГАЗПРОМБАНК / ММБ, Импэксбанк, Русский Международный Банк, ИФК Метрополь, ПСБ, Ханты-Мансийский Банк
3 мар	Мет. 3-д им. Серова	2 000	3 года	8.94%	8.68% - 8.94%	9.25% - 9.65%	ГАЗПРОМБАНК / Банк Москвы, Газэнергопромбанк, Уралвнешторгбанк, Ханты-Мансийский Банк, Ак Барс Банк, МДМ-Банк
6 мар	КБК Черемушки	700	3 года / 1 год	- / 11.62%	10.75% - 11%	11% - 11.5%	РУССКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ / Национальный Резервный Банк, Сургутнефтегазбанк
10 мар	Куйбышевгазот-Инвест-2	2 000	5 лет	8.99%	8.9% - 9.1%	-	ЗЕНИТ/ ВТБ, ММБ, Сбербанк, Еврофинанс Моснарбанк, ИК КапиталЪ, Номос-Банк, ЦентроКредит, Ак Барс Банк, АБ Россия, Международный Банк Санкт-Петербурга, Славинвестбанк
10 мар	Талосто-Финанс	1 000	3 года / 1.5 года	10.25%	9.8% - 10.3%	10.25% - 10.5%	КИТ ФИНАНС / Газпромбанк, ФК Мегатрастойл, Банк Союз, Банк ЗЕНИТ, Сибкакадембанк.

Предстоящие размещения

На 14 марта запланировано размещение второго выпуска трехлетних облигаций авиакомпании ЮТэйр на сумму 1 млрд. руб., по которым условиями размещения предусмотрена оферта через 1 год.

По итогам прошлого года ЮТэйр переместилась с пятого места на четвертое среди российских авиаперевозчиков, уступая по количеству пассажиров «Аэрофлоту», «Сибири» и «Пулково» и отодвинув «Красноярские авиалинии». Этому, главным образом, способствовало укрепление присутствия компании в Центральном регионе, обеспечившее расширение географии полетов, как по России, так и за ее пределами. Продолжая разрабатывать новые маршруты и вводя новые рейсы, в ближайшей перспективе компания предполагает увеличить свою рыночную долю с текущих 5.4% до 7%. В то же время, немалое внимание компания уделяет развитию высокодоходных бизнес-перевозок, спрос на которые растет по мере развития корпоративного бизнеса.

На текущий момент регулярные авиаперевозки формируют основную часть оборота компании (более 56%), который по итогам 2005 г. составил 10.71 млрд. руб., 10% выручки приходится на нерегулярные авиаперевозки.

Около 30% выручки ЮТэйр обеспечивают вертолетные перевозки. Владея крупнейшим в России парком вертолетной техники, эмитент занимает монопольное положение на внутреннем рынке и является одной из ведущих вертолетных компаний в мире.

Международная деятельность является одним из приоритетных направлений бизнеса, которое имеет неплохой потенциал для дальнейшего роста. В настоящее время этот сегмент обеспечивает ЮТэйр 17% доходов (порядка 1.84 млрд. руб.) и не ограничивается существующими контрактами с миротворческой миссией ООН. Весной этого года эмитент приступит к работе по контракту с одной из крупнейших нефтяных компаний в Канаде. В перспективе ЮТэйр предполагает усилить свои позиции на рынке вертолетных услуг, создав разветвленную сеть компаний-операторов. В 2004 г. было создано такое предприятие в ЮАР, в 2005 г. – в Индии, в планах создание оператора в одной из стран Европейского Союза. Помимо Европы, ЮТэйр планирует продвигать свои вертолетные услуги в Северной и Южной Америке, Азии и Австралии.

Доходы от вертолетных услуг на внутреннем рынке по итогам 2005 г. составили порядка 1.33 млрд. руб. или 12.5% оборота. Основными заказчиками являются нефтегазодобывающие предприятия Сибирского региона, в частности Сургутнефтегаз, Сибнефть, Газпром, Славнефть, РАО ЕЭС, а также администрации субъектов федерации и муниципалитетов, учреждения здравоохранения и другие организации. Участвуя в нефтегазовых проектах на территории Якутии, Сахалина и полуострова Ямал компания предполагает увеличить доходы до уровня, сопоставимого с доходами от международной деятельности.

Несмотря на очевидные преимущества эмитента перед другими участниками отрасли, обусловленные диверсификацией перевозок, ему не чужды общеотраслевые риски. В частности, растущие цены на авиационное топливо провоцируют опережающий рост себестоимости перевозок, который компания пока еще не в силах остановить, но имеет все необходимые предпосылки компенсировать его, укрепляя свои позиции в высокодоходном сегменте вертолетных услуг. Кроме того, определенные «бонусы» компании добавляет сотрудничество с компаниями нефтяного сектора, в частности, с Сургутнефтегазом, пять топ-менеджеров которого являются членами Наблюдательного совета ОАО «ЮТэйр». Уже в настоящее время эмитент демонстрирует рентабельность выше, чем у других авиакомпаний. Так, рентабельность продаж ЮТэйр по итогам 2005 г. составила 4.25%. В течение 2006 г. эмитент планирует увеличить ее до 6.35%.

Проблема обновления парка летного оборудования также остается, но она менее ошутима, чем у других. В настоящее время компания располагает одним из самых «молодых» парков, который почти полностью находится в собственности ЮТэйр. Ввиду того, что обновление парка самолетов и вертолетов и поддержания летной годности оборудования в течение 2000-2005 гг. проходило преимущественно за счет заемных средств, эмитент несет довольно весомое долговое бремя, что на наш взгляд, является главным уязвимым местом его финансов. В настоящее время debt ratio составляет более 58%. Ввиду того, что средства облигационного займа предполагается направить на рефинансирование существующих обязательств, кредитный портфель компании должен существенно улучшиться по стоимости обслуживания. Частичное рефинансирование дорогих кредитов позволит компании ослабить давление процентных выплат, которые пока еще остаются на уровне, сопоставимом с операционной прибылью (по итогам 9 мес. 2005 г. покрытие процентных расходов EBIT составляло всего 1.29).

ЮТэйр-Финанс-2

Размещение: 14 марта 2006

Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-4 купоны равны первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организаторы: Внешторгбанк, Номос-Банк, ГК Регион

В условиях расширения масштабов деятельности сохраняется необходимость обновления и пополнения летного оборудования, что не позволяет полностью отказаться от привлечения инструментов внешнего финансирования. При этом, только придерживаясь консервативной долговой политики и укрепляя рыночные позиции в высокодоходных сегментах, компания сможет обеспечить достаточно возможностей для улучшения своего кредитного качества в среднесрочной перспективе.

При позиционировании нового выпуска в качестве главного ориентира мы рассматриваем бумаги первого выпуска ЮТэйр, доходность которых к погашению в ноябре текущего года на 10.03.2006 г. составляла 10.09% годовых. Принимая во внимание разницу в дюрациях выпусков и возросшую требовательность инвесторов к премии за первичное размещение, обусловленную текущей конъюнктурой вторичного рынка, справедливую доходность облигаций ЮТэйр-2 мы оцениваем на уровне 10.5% - 10.7% годовых к оферте через 1 год.

В ближайшее время с дебютным выпуском пятилетних облигаций объемом 3 млрд. руб. на долгом рынке появится Группа компаний «Дикси».

На текущий момент торговая сеть Дикси является пятой по товарообороту среди российских компаний, занимающихся розничной торговлей продуктами питания и товарами повседневного спроса, и входит в тройку лидеров среди дискаунтеров, уступая по объему продаж лишь Пятерочке и Магниту.

Устойчивое финансовое положение эмитента, высокая прозрачность финансовых потоков, присутствие в составе акционеров иностранных участников обеспечивают компании довольно высокое кредитное качество, которое, несмотря на отсутствие рейтинговых оценок международных агентств, сопоставимо с характеристиками ведущих представителей отрасли. На наш взгляд, по своему кредитному качеству, эмитент уступает лишь Пятерочке. Копейку Дикси превосходит по объему продаж, а характеризующийся большей выручкой Магнит – по уровню рентабельности. Согласно предварительным данным отчетности по МСФО, в 2005 г. оборот Дикси составил около 857 млн. долл., при этом рентабельность по EBITDA превысила 4%.

Позитивных оттенков к портрету дебютанта добавляет довольно широкая география присутствия Дикси, включающая не только Москву и Санкт-Петербург, но и крупные города Центрального, Северо-Западного и Уральский регионов, а также многоформатная форма организации торговой сети, ориентированная на массового потребителя. Отдельно стоит отметить позитивный вклад в рентабельность активного продвижения продукции массового спроса под собственным брэндом «Дикси», а также запланированного на текущий год выделения в самостоятельное направление менее рентабельных оптовой торговли и дистрибуции.

Несмотря на очевидные признаки успешного бизнеса, не может не настораживать несколько агрессивная, на наш взгляд, стратегия Дикси по завоеванию позиции лидера в своем сегменте. В течение ближайших 5 лет компания планирует увеличить количество магазинов с текущих 218 до 1300, посредством приобретения в собственность и строительства новых. При этом в течение текущего года число магазинов должно возрасти до 380, на что предполагается направить не менее 200 млн. долл. В течение 2007 – 2010 гг. объем капитальных вложений планируется на уровне 220-280 млн. долл. Безусловно, по мере расширения масштабов деятельности, с учетом используемого эмитентом принципа «всю прибыль в бизнес», компания получает возможность для развития за счет собственных ресурсов, поскольку ожидается, что к 2007 г. рентабельность по EBITDA будет уже на уровне более 7%. Однако необходимый объем капитальных вложений для реализации намеченных планов в случае замедления темпов роста рентабельности может усилить зависимость компании от внешнего финансирования. В этом свете положительным является тот факт, что компания ориентирована не на аренду площадей, а на приобретение собственных активов, которые в случае развития неблагоприятных для эмитента процессов могут стать обеспечением при привлечении средств.

Справедливую премию в доходности по облигациям Дикси к бумагам близкого по дюрации второго выпуска Пятерочки, компенсирующую разницу в финансах и отсутствие у Дикси публичной кредитной истории, мы оцениваем на уровне порядка 30-50 б.п. В то же время, мы отмечаем, что в условиях обострившихся рисков изменения конъюнктуры к моменту выхода бумаг на вторичный рынок инвесторы могут быть более требовательными к премии за первичное размещение, которая может добавить доходности дебютанта еще порядка 15 б.п. Принимая во внимание, что доходность облигаций Пятерочка-2 на 09.03.2006 г. составляла 8.7% годовых, мы ожидаем, что при размещении доходность облигаций Дикси к погашению через пять лет будет находиться в интервале от 9.15% - 9.35% годовых.

Дикси-Финанс

Размещение: март 2006

Объем: 3 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет

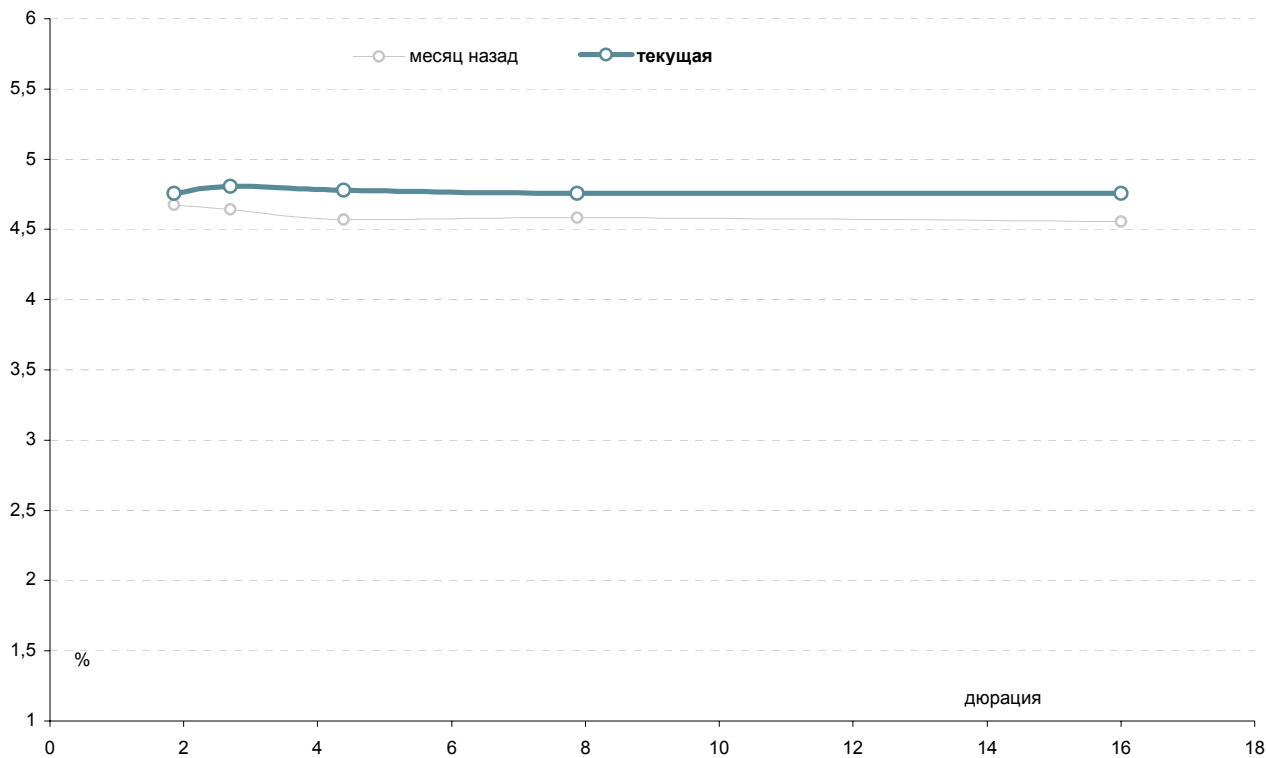
Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные приравниваются к первому

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Траст

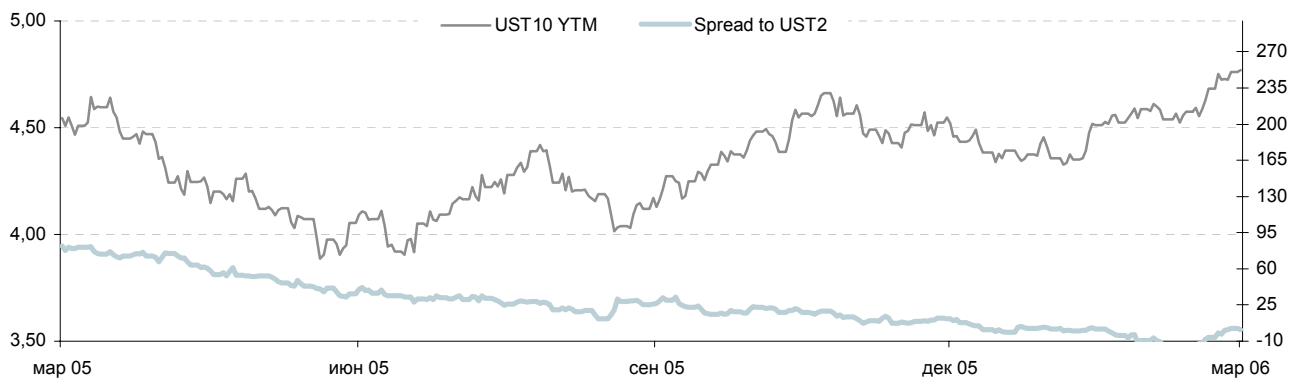
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

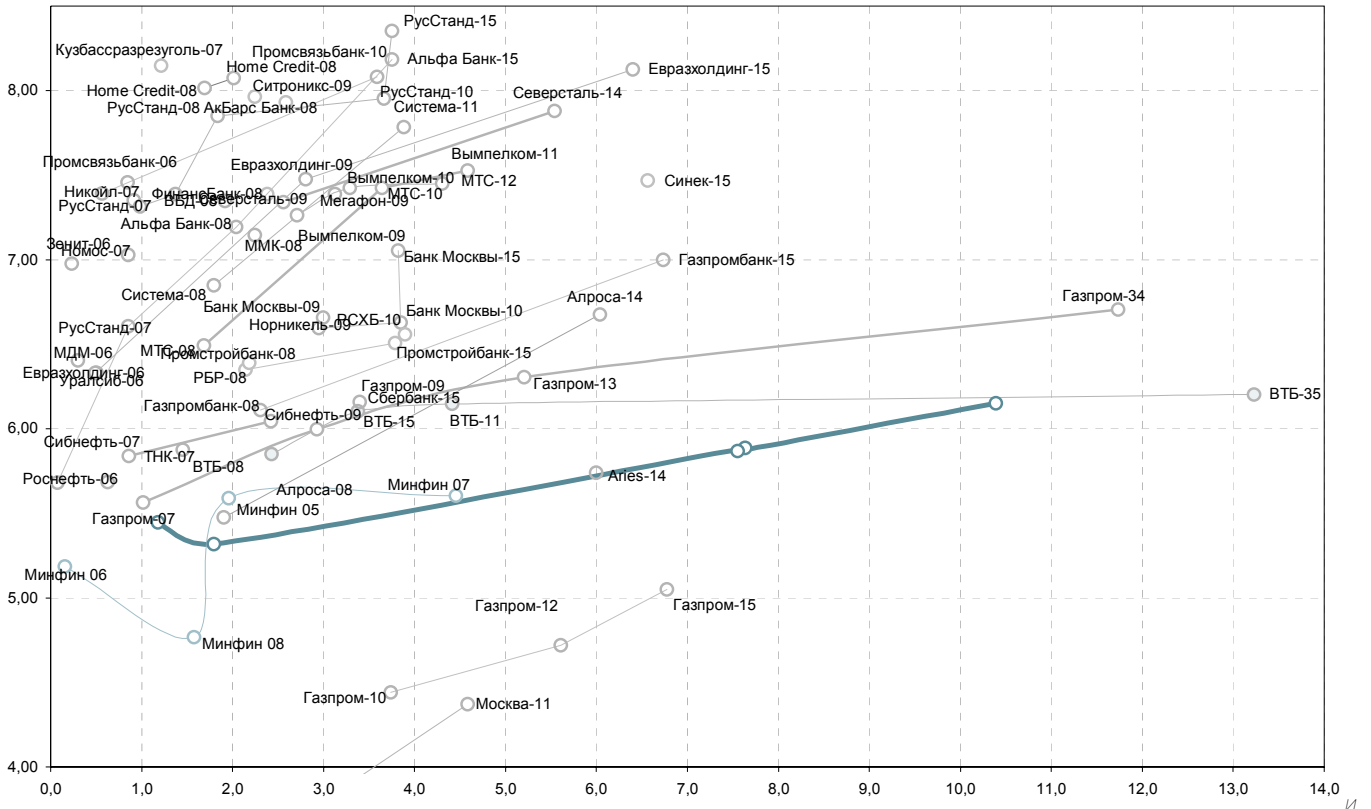
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

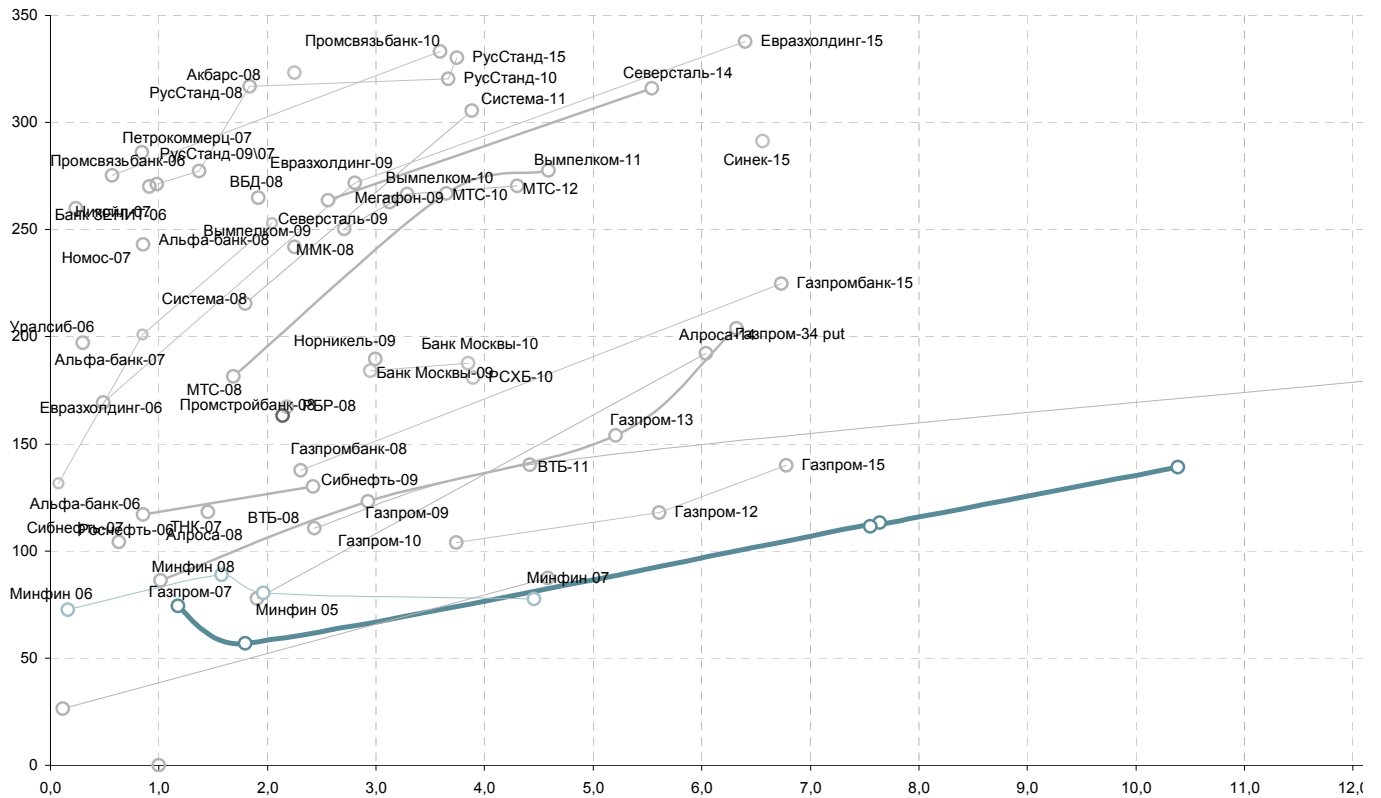
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



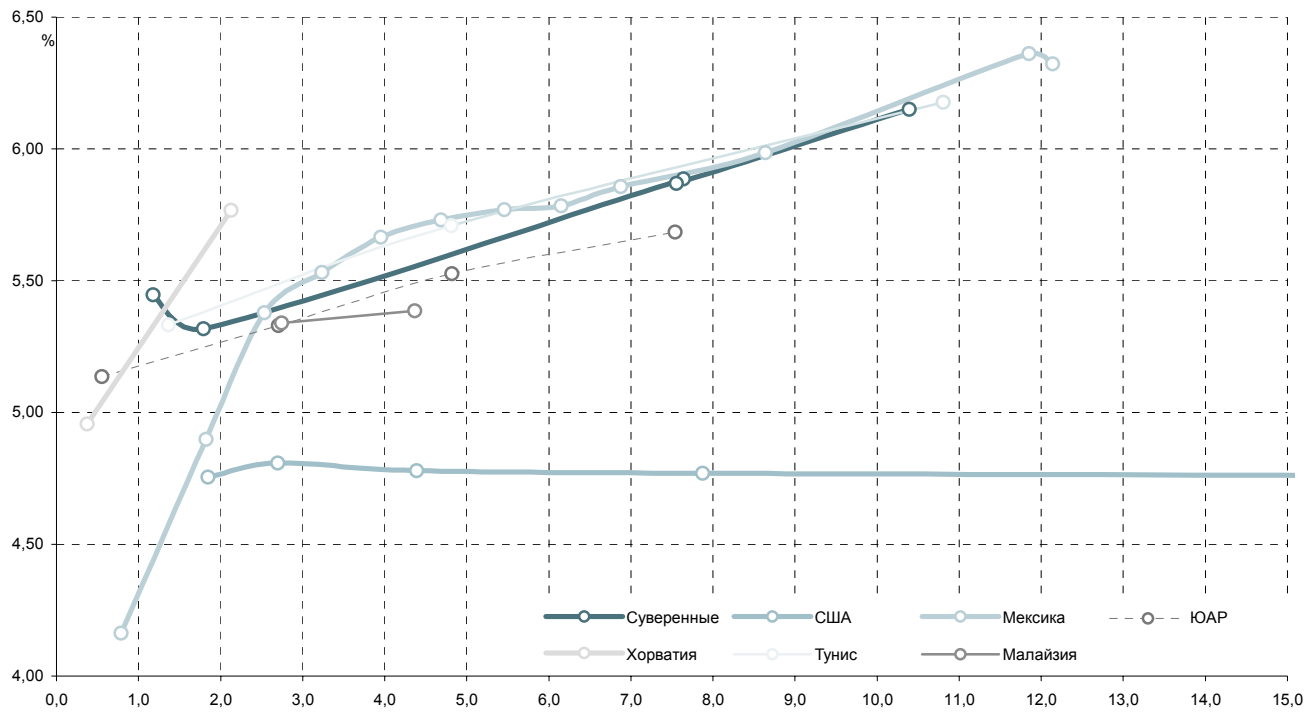
Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

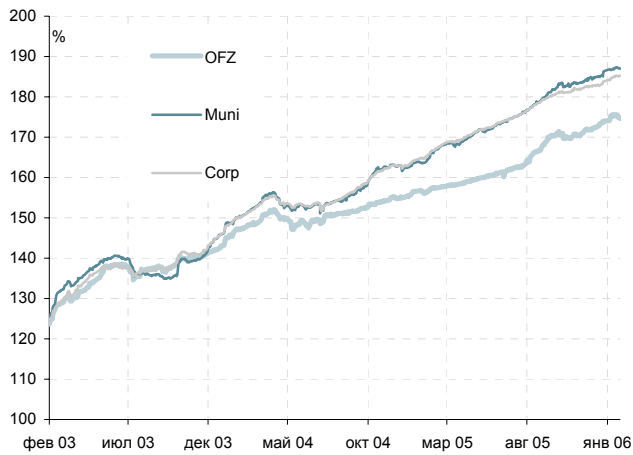
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB/BBB	105,47	105,53	5,471	1,18	71
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,25	Baa2/BBB/BBB	105,26	105,41	5,353	1,79	193
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB/BBB	144,18	144,43	5,898	7,64	113
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB/BBB	179,21	179,46	6,156	10,39	139
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB/BBB	110,08	110,23	5,878	7,55	112
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	99,61	99,63	5,247	0,16	58
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB/BBB	96,97	97,21	4,842	1,58	8
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB/BBB	94,65	94,85	5,643	1,96	80
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	88,39	88,59	5,629	4,45	77
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB	104,67	104,80	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB	112,59	112,84	3,895	3,11	53
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB	125,66	125,91	5,757	6,00	99
Regional									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa2/BBB/BBB	100,91	100,93	2,832	0,12	44
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2/-/BBB	109,94	110,06	4,382	4,58	87
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB+	103,71	103,77	5,592	1,02	83
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB+	114,20	114,37	6,019	2,93	122
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB+/BB+	113,09	113,49	4,485	3,74	104
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB+	118,34	118,47	6,315	5,21	154
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	105,48	105,93	5,08	6,78	141
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	104,38	104,63	6,696	8,74	193
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB+/BB /+*	123,89	124,14	6,713	11,73	195
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba2/BB	104,83	104,93	5,894	0,86	113
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba2/BB	111,84	112,06	6,084	2,42	128
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB/BB+	107,73	107,88	5,922	1,45	116
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B+	104,51	104,61	5,758	0,63	99
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	105,39	105,64	6,561	1,69	180
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	103,38	103,63	7,455	3,65	267
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	101,95	102,20	7,553	4,59	277
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	Ba3/BB	107,53	107,78	7,305	2,71	250
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	Ba3/BB	101,66	101,91	7,462	3,29	267
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	Ba3/BB	103,90	104,15	7,479	4,30	270
MegaFon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B1/B+	101,70	101,95	7,425	3,12	263
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	106,22	106,47	6,911	1,79	215
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	104,12	104,33	7,811	3,88	303
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	101,20	101,45	6,696	2,99	190
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	101,74	101,99	7,197	2,25	241
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	102,83	103,33	7,434	2,56	263
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/BB-	107,56	108,06	7,922	5,54	315
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	102,02	102,27	7,409	1,92	264
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B	105,02	105,27	5,535	1,91	77
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B	114,03	114,28	6,694	6,04	192
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	101,21	101,29	6,406	0,488	163
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	109,73	109,98	7,515	2,805	271
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,00	-/-	-	-	-	-	-
Amtel-07	6/30/2007	175	9,25	-/-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,70	Ba1/BB	101,27	101,52	7,489	6,563	272
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	6,38	A2/BBB	100,74	100,81	5,34	0,11	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A3/BBB-	99,98	100,23	6,797	3,40	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	102,29	102,54	5,9	2,43	110
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	106,04	106,29	6,173	4,42	139
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A3/BBB-	100,53	100,72	6,95	3,38	134
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	100,37	100,62	6,212	13,23	145
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa1/BB	102,46	102,71	6,163	2,31	137
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa1	104,11	104,36	6,636	2,95	184
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa1	102,71	102,96	6,657	3,85	187
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	101,25	101,39	6,457	0,50	158
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B	100,43	100,50	7,101	0,24	249
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B/B	100,63	100,71	6,53	0,30	188
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B	101,58	101,80	7,152	0,86	239
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	Ba3/B	101,09	101,30	7,584	0,84	282
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	Ba3/NR	101,43	101,57	7,425	0,91	266
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	101,19	101,45	7,44	0,98	268
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,22	100,58	7,514	1,37	275
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	Ba3/B	101,58	101,67	7,466	0,57	270
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,75	Ba3/B+	104,78	105,03	8,135	2,92	342

Источник: Bloomberg

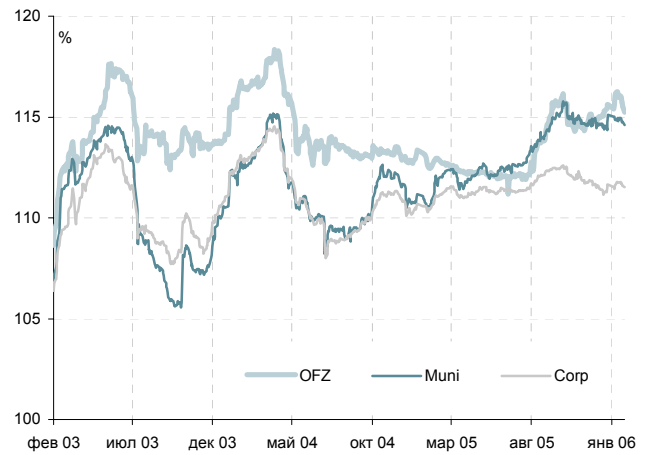
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

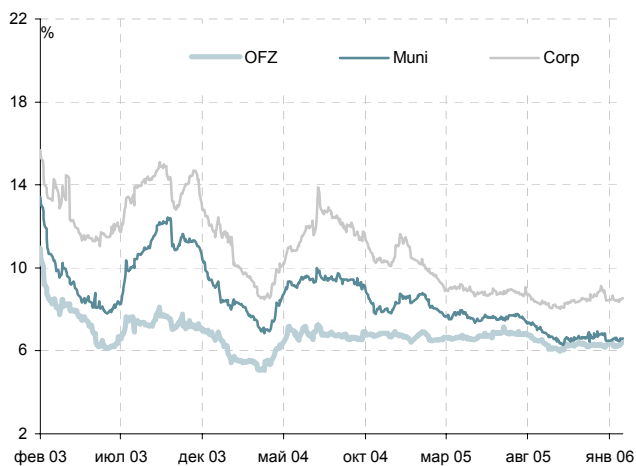
Индекс совокупного дохода



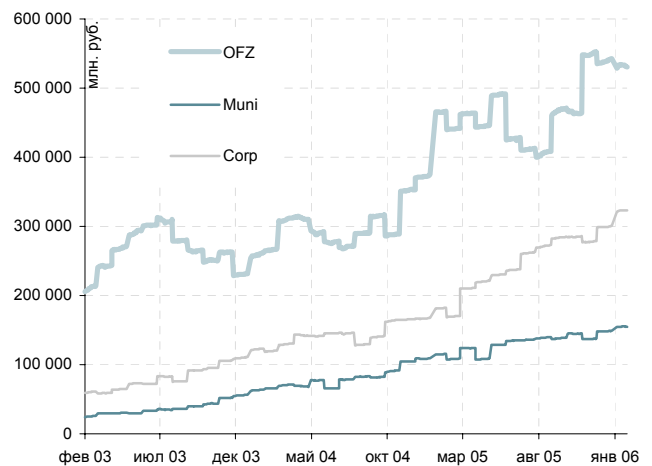
Индекс цен



Динамика доходности



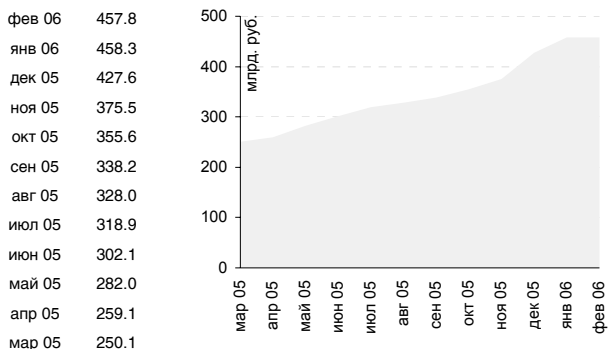
Динамика капитализации



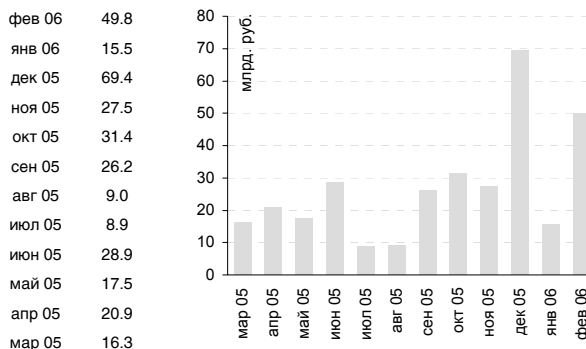
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytics/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

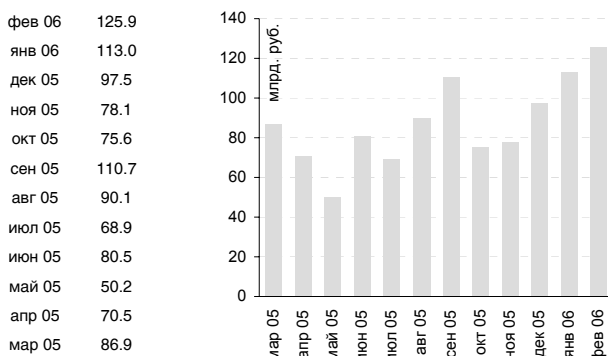
Емкость рынка*



Первичные размещения



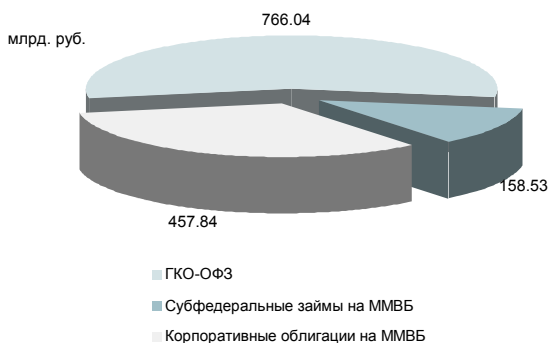
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



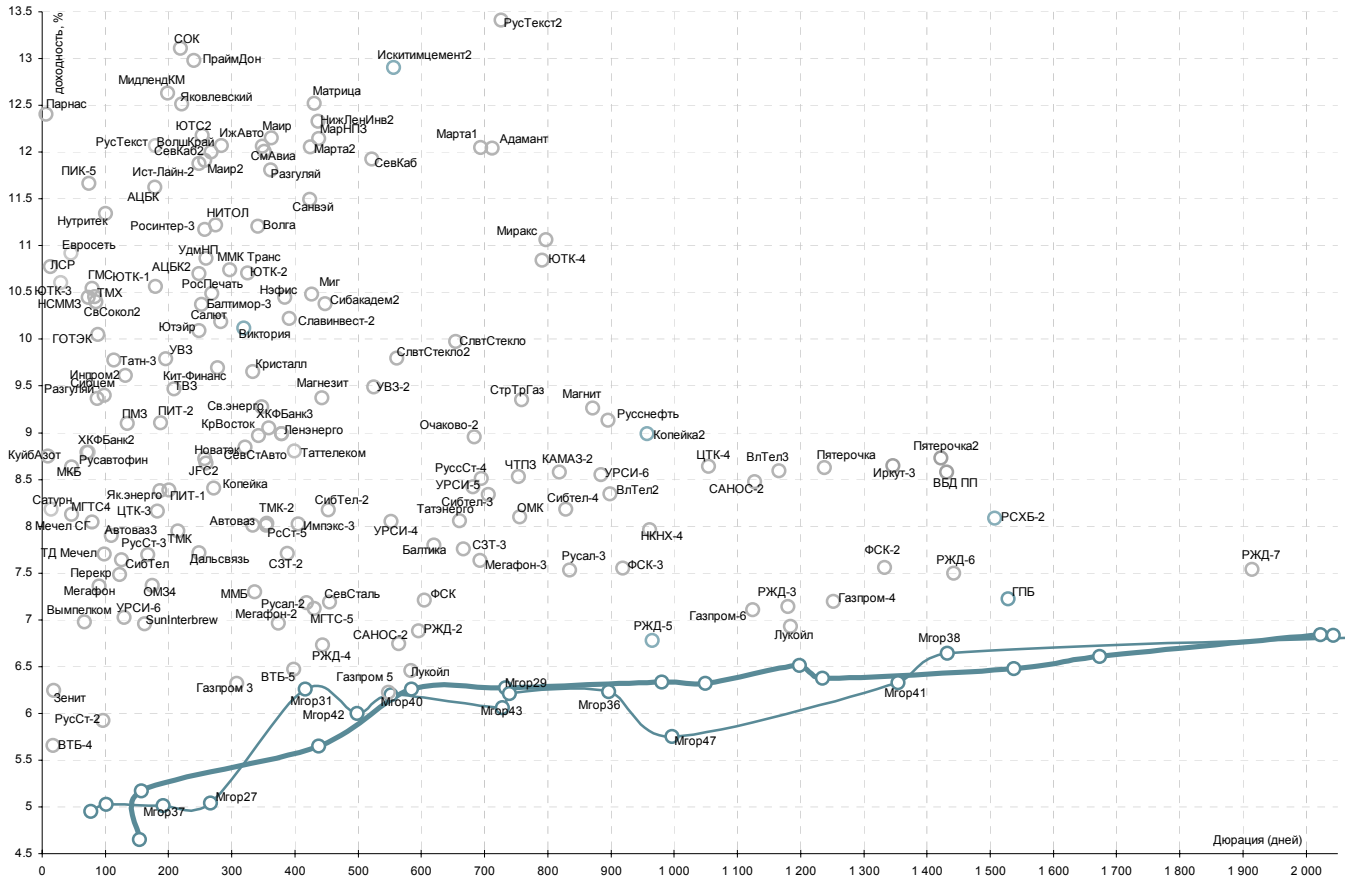
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

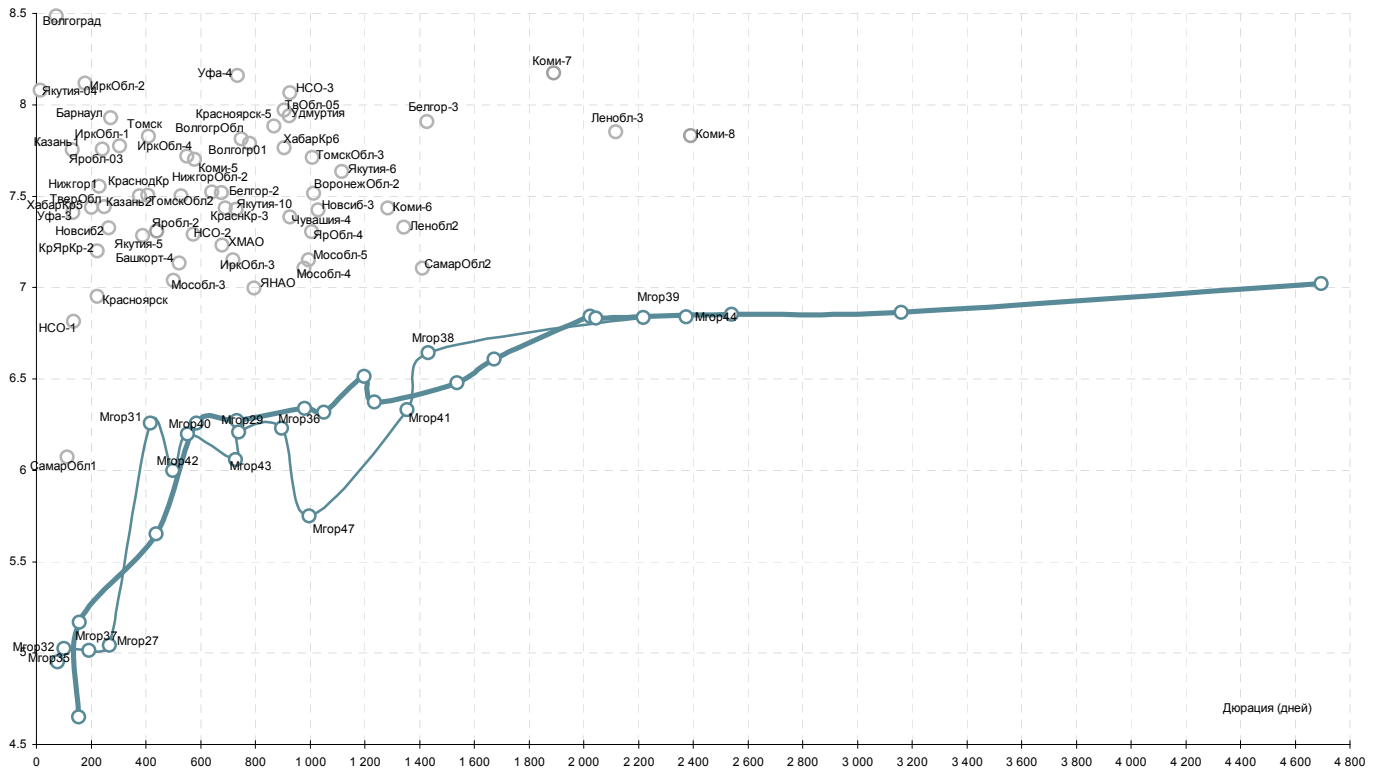
*Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

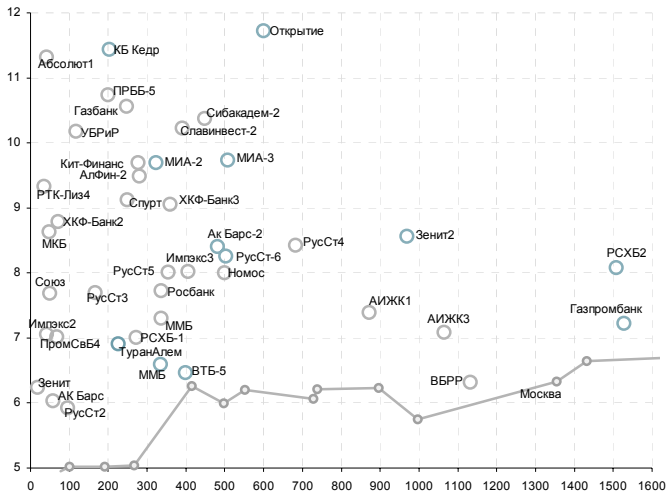


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

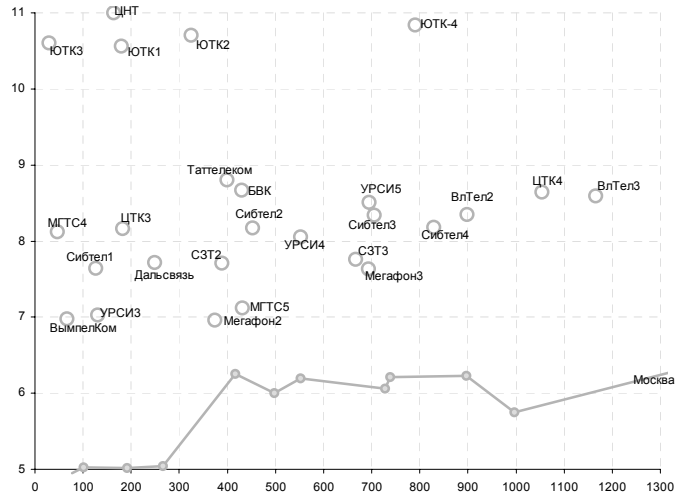


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

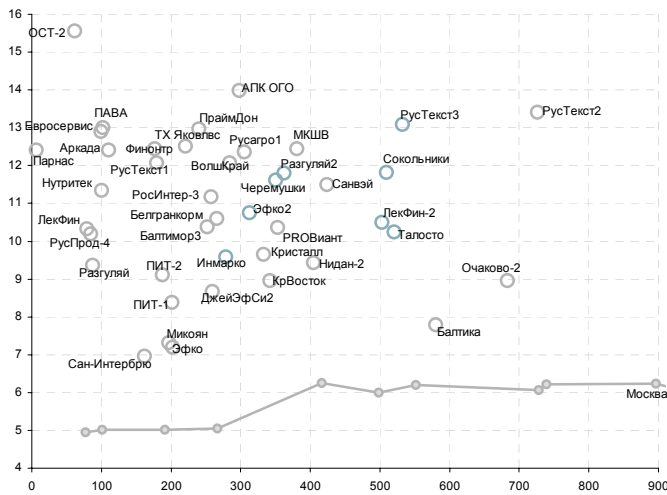
Банки, финансовые услуги



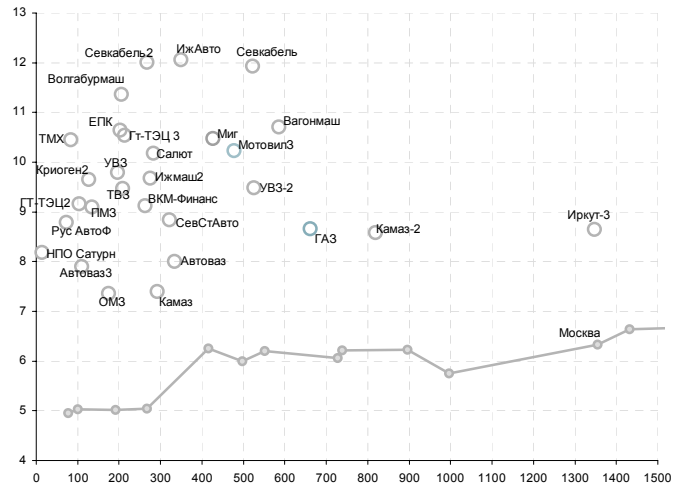
Телекоммуникации



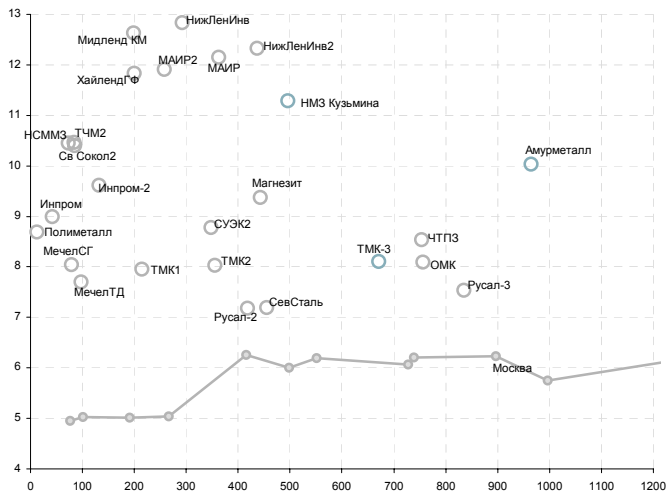
Пищевая промышленность, АПК



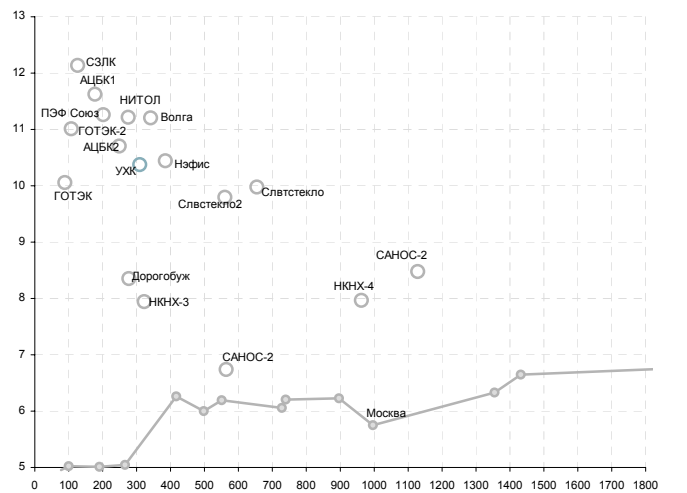
Машиностроение



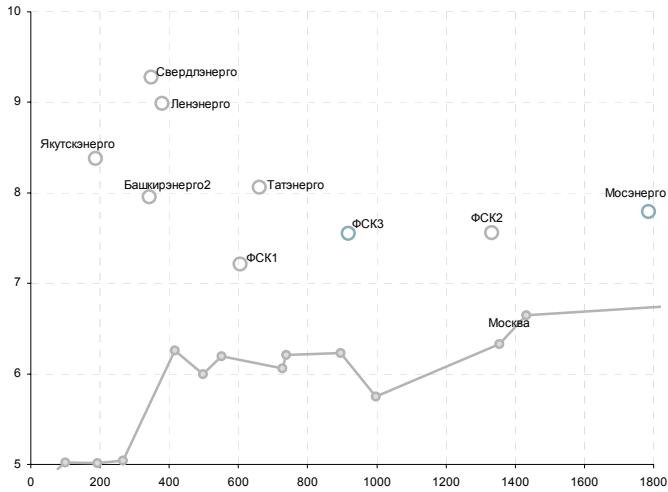
Металлургия, добывающая, трубная промышленность



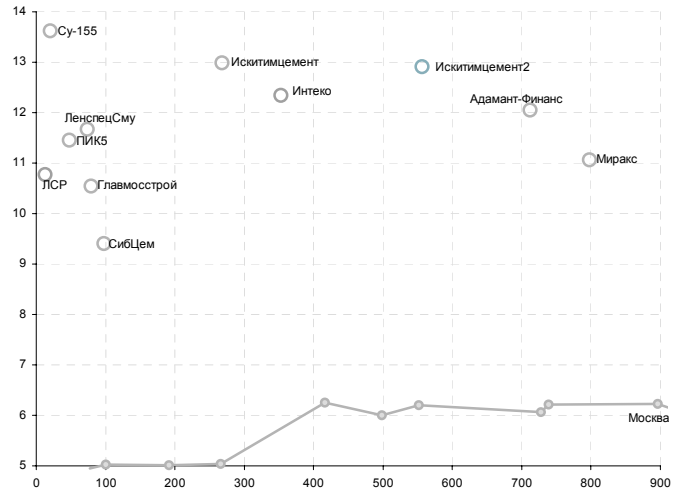
Химическая промышленность, ЛПК



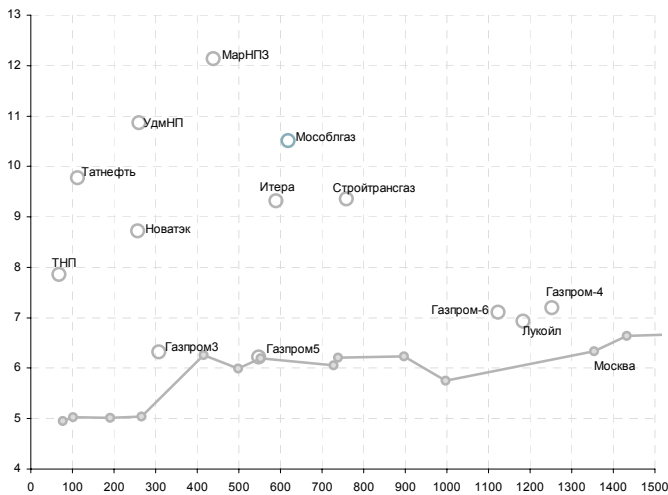
Энергетика



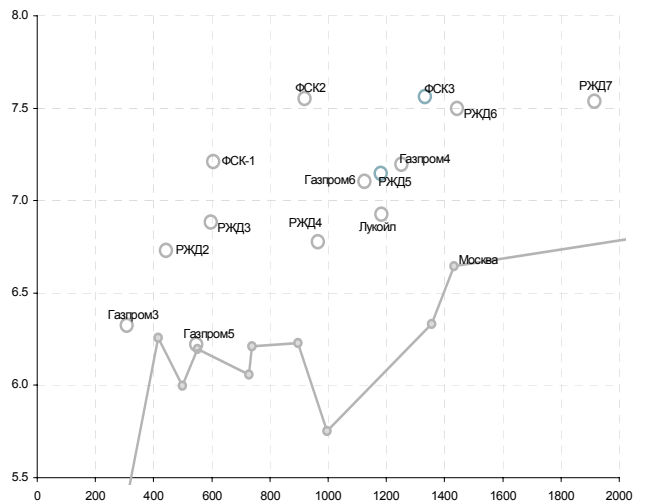
Строительство, стройматериалы



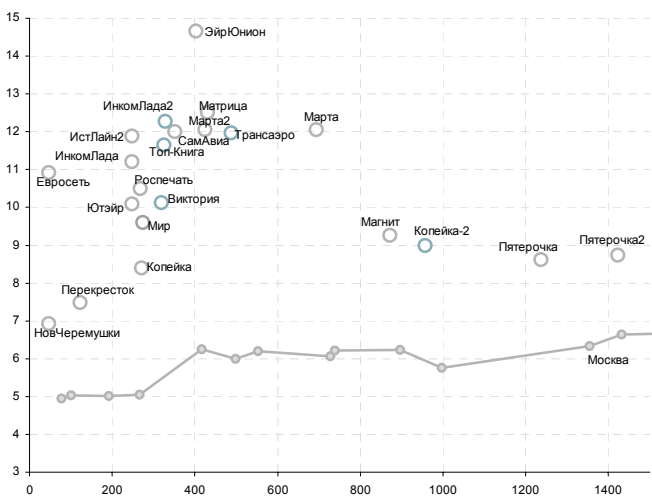
Нефтегазовая отрасль



Естественные монополии



Торговля и услуги, транспорт



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 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
Еврооблигации
Рублевые облигации
Рублевые облигации

Константин Пospelов
Владислав Григорьев
Алексей Третьяков
Роман Попов

konstantin.pospelov@zenit.ru
v.grigoriev@zenit.ru
a.tretyakov@zenit.ru
r.popov@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации
Еврооблигации
Анализ кредитных рисков
Акции
Акции
Акции

Яков Яковлев
Александр Доткин
Ольга Ефремова
Евгений Суворов
Мария Сулима
Дмитрий Лукашов

y.yakovlev@zenit.ru
a.dotkin@zenit.ru
o.efremova@zenit.ru
e.suvorov@zenit.ru
m.sulima@zenit.ru
d.lukashov@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Начальник управления

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления

Валерий Голованов

v.golovanov@zenit.ru

Управление корпоративного финансирования

Начальник управления

Максим Васин

vasin@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. © 2003 Банк ЗЕНИТ.