

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

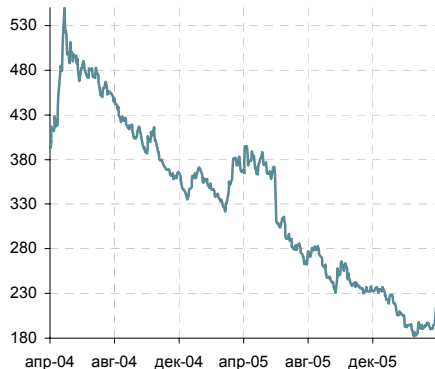
США	2
Еврооблигации России	4
Рынок рублевых облигаций	5
Первичные размещения	7
Приложение	10

Главная интрига ближайшего месяца - смогут ли казначейские бумаги пройти уровень 5% и там закрепиться. Мы не отрицаем подобного развития событий, однако предполагаем, что после столь сильного снижения в первой декаде апреля рынок предпримет попытки коррекции в район 4.85-4.9%. Тем не менее, учитывая, что в начале мая ставка, по всей видимости, будет повышена до 5%, к концу апреля данный уровень вполне может быть пройден, и доходности 2-летних бумаг достигнут 5%, 10-летних 5.1%.

Мы нейтрально оцениваем суверенный сегмент еврооблигаций в перспективе ближайшего месяца. По нашему мнению, сужение с текущих 115 б.п. возможно только в случае четких сигналов об окончании повышении ставки после майского заседания ФРС, при этом максимальный потенциал сокращения спреда оценивается нами в 10-15 б.п.

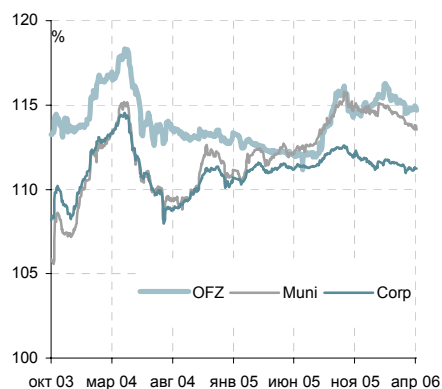
В апреле мы сохраняем умеренно негативный взгляд на рублевый рынок: внешняя среда по-прежнему является главным фактором риска, хотя внутренний потенциал в лице ожидаемого укрепления рубля, скорее всего, вновь удержит от значительных потрясений. На этом фоне мы не меняем рекомендацию придерживаться защитной стратегии и отдавать приоритет недооцененным сериям второго – третьего эшелонов: Санвэй, Виктория-Финанс, Топ-Книга, Мидлэнд, ЮТК-3, ЮТК-4, ЛСР, Адамант. Кроме того, на более длинном отрезке дюрация потенциал роста есть у выпусков Магнита и Пятерочки.

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

Весенняя лихорадка на рынке Treasuries вывела доходности казначейских бумаг в новый диапазон 4.85-5%. Ключевую роль в подобном развитии событий сыграло мартовское заседание ФРС. Перед заседанием инвесторы не испытывали каких-либо сомнений в очередных 25 б.п.. Тем не менее, вышедшие данные по февральской потребительской инфляции (core CPI 0.1%, ожидания 0.2%) позволяли надеяться на сигналы со стороны ФРС о скором прекращении повышения ставки. Однако текст итогового протокола развеял все оптимистичные прогнозы. Регулятор оставил фразу о возможной необходимости продолжения текущей политики, дав тем самым понять, что следующие 25 б.п. не за горами. Отсутствие намеков на паузы возродило среди инвесторов беспокойство по поводу более агрессивных действий регулятора: сразу после заседания вероятность повышения ставки до 5.25% к июлю 2006 года выросла с нуля до 50%. В принципе, столь резкая корректировка оценок привычное для рынка дело: инвесторы в казначейские бумаги в критические моменты грешат проявлением излишних эмоций, расплатой за что становится высокая волатильность. Вместе с тем, пока мы не готовы соглашаться с подобным сценарием. Хотя ответ на вопрос о том, на каком уровне ФРС решит сделать остановку, все более чувствителен к макроэкономическим данным, 5% к концу первого полугодия остается для нас базовым сценарием.

Еще одним примечательным итогом заседания стали изменения в части протокола, касающейся текущей макроэкономической ситуации. Хотя общий смысл и оценка рисков осталась прежней, мы вновь убедились в том, что Бернанке в отличие от Гринспена склонен к более транспарентным формулировкам. Если в январе чиновники высказывались в духе «нечеткости последних данных и более оптимистичных перспектив», то в марте функционеры ясно указали на замедление роста ВВП в четвертом квартале. По мнению ФРС, в текущем периоде наблюдается значительное ускорение экономики, однако затем ожидается возврат к более умеренным темпам. Действительно, финальный отчет по ВВП показал его рост в четвертом квартале на уровне 1.7%. В первом квартале рост экономики прогнозируется в пределах 4.5-4.7%, а по итогам всего года рост составит 3.5%.

В отношении возможного ускорения инфляции управляющие ФРС вновь выразили озабоченность ситуацией на рынке энергоносителей и высоким уровнем загрузки производственных мощностей. И тут нельзя не согласиться с ФРС, считающей рынок труда главной угрозой ценовой стабильности. Именно выход отчета по состоянию рынка труда в марте вызвал бурную реакцию участников рынка, приведшую доходности бумаг к 5%. Несмотря на то, что рост средней часовой оплаты труда замедлился по сравнению с февралем (0.2% против 0.4%), в годовом выражении текущие темпы 3.4% по-прежнему в районе 5-летнего максимума. Рост оплаты труда в первую очередь связан с низким уровнем безработицы, вновь опустившейся до 4.7%. При этом экономика продолжает методично создавать рабочие места, а количество еженедельных обращений по безработице стабильно находится около 300 тыс., что последний раз наблюдалось в далеком 2000 году.

Динамика уровня безработицы и среднечасовой оплаты труда, %

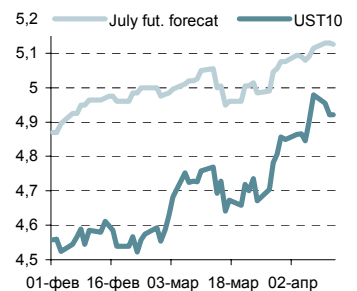


Источник: Bloomberg

Что же касается инфляционных рисков, связанных с рынком энергоносителей, то после относительно стабильного февраля они вновь возросли: цена на Brent вплотную приблизилась к \$70, наблюдаемым до этого в ураганный период. Хотя в недавнем времени у инвесторов был шанс убедиться в слабой трансформации растущего рынка энергоносителей в базовую потребительскую инфляцию, общий уровень цен, как производителей, так и потребителей, в марте, похоже, вновь принесет неприятные сюрпризы.

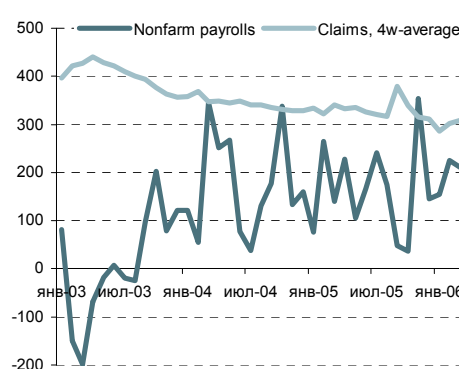
Мы уже отмечали, что по мере приближения ставки к нейтральному уровню, продолжение политики ФРС все сильнее зависит от макроэкономического фона. На данный момент

Динамика доходности UST10 и июльского фьючерса на ставку



Источник: Bloomberg

Количество созданных рабочих мест и 4-недельная скользящая обращения за пособиями по безработице, тыс.



Источник: Bloomberg

можно с большой долей уверенности говорить о том, что причин для беспокойства нет: выходящие в марте данные в большинстве своем подтверждали радужные перспективы экономики. При этом опережающие индикаторы (ISM, Chicago PMI) позволяют надеяться на благоприятную картину в марте. В предыдущем ежемесячном обзоре мы более подробно останавливались на рынке недвижимости, попытавшись показать, что, несмотря на слабые январские отчеты, резкое замедление столь важного для экономики сектора маловероятно. В защиту нашей позиции выступила февральская статистика: хотя продажи новых домов резко снизились на 10.8%, продажи вторичного жилья, занимающие 85% всего рынка, выросли на 5.2% до 6.91 млн., и, кроме того, отмечался рост расходов на строительство и объема выданных разрешений. Мы полагаем, что даже в случае замедления темпов роста сектора, оно будет плавным и не создаст критических проблем для экономического роста. Более того, Бернанке в одной из своих речей отметил, что спад активности на рынке недвижимости может быть в определенном смысле полезен, поскольку домохозяйства в таком случае увеличат норму сбережений, и это благоприятно скажется на дефиците по счету текущих операций.

Подобные высказывания не случайны: проблема рекордного дефицита бюджета (в 2006 ожидается -\$390 млрд.) и внешнеторгового баланса (-\$65.7 млрд. в феврале) сохраняет за собой звание ключевой для американской экономики, порождая, в свою очередь, вопросы его финансирования. В марте сенат в процессе длительных диспутов все-таки пошел навстречу Казначейству и, не доводя дело до технических дефолтов, расширил лимит заимствований на 10% до \$9 трлн., что означает дальнейшее увеличение предложения бумаг. Особую тревогу на этом фоне вызывает возможное снижение активности азиатских покупателей, подкрепляемое намерениями Банка Японии ужесточать денежную политику, оказывая, тем самым, давление на глобальную ликвидность. Япония остается крупнейшим держателем казначейских бумаг, однако если на протяжении 2002-2004 года позиция в Treasuries выросла с \$318 млрд. до \$690 млрд., то в 2005 году объем вложений не изменился, а с начала года даже снизился до \$670 млрд. Не все оптимистично и с настроениями в Китае: в начале апреля в одной из национальных газет было опубликовано заявление представителя парламента о возможном прекращении покупок долларовых активов. Хотя высказанное мнение не имеет отношение к официальной позиции Народного банка Китая, обеспокоенность инвесторов вероятным снижением спроса если и не добавит негативных нот в динамику рынка, то, по крайней мере, окажет сдерживающий эффект. В качестве иллюстрации можно предложить мартовский аукцион по размещению 10-летних Treasuries, на котором активность нерезидентов оказалась на критическом уровне 5.5% (предыдущее значение 40.8%).

В итоге, учитывая весь аккумулированный негатив, доходности Treasuries уже к середине апреля достигли нижней границы диапазона, определенного нами на первое полугодие – 4.9% для UST2 и 5% для UST10. Пожалуй, главная интрига ближайшего месяца - смогут ли казначейские бумаги пройти уровень 5% и там закрепиться. Мы не отрицаем подобного развития событий, однако предполагаем, что после столь сильного снижения рынок примет попытки коррекции в район 4.85-4.9%. Тем не менее, учитывая, что в начале мая ставка, по всей видимости, будет повышена до 5%, к концу апреля данный уровень вполне может быть пройден, и доходности 2-летних бумаг достигнут 5%, 10-летних 5.1%.

Еврооблигации России

Рост до максимальных с 2002 года уровней доходности базовых активов расстроил инвесторов на развивающихся рынках. Несмотря на то, что за прошедший месяц спрэд EMBIG удержался на уровне 195 б.п., убыток по портфелю на основе индекса составил 23% годовых. При этом внешний негативный фон в ряде стран подстегивался внутренними политическими неурядицами. В частности, аутсайдером сектора стал перуанский сегмент, убыток по которому составил 46% годовых, на фоне возможного прихода к власти кандидата от левых сил Умалы. Вновь обнаруживший себя коррупционный скандал в Бразилии заставил уйти с поста фаворитного для рынка министра финансов Палоцци. В итоге Бразилия-40 потеряла 500 б.п., упав до 127% (УТМ 7%), а общий убыток по бразильскому сегменту, согласно индексу EMBIG Brazil, составил 33% годовых. Выборы в Верховную Раду на Украине, получившие дополнительную значимость в связи с переходом к парламентской республике, не выявили единоличного лидера, однако неожиданно обогнавший пропрезидентскую партию Блок Юлии Тимошенко повысил вероятность ее возвращения на пост премьер-министра, что вызывает опасения в связи с частыми популистскими лозунгами и неэффективностью экономической политики возглавляемого Тимошенко кабинета министров. В результате с начала месяца спрэд EMBIG Ukraine расширился со 165 б.п. до 205 б.п., однако к середине апреля смог сузиться до 190 б.п.

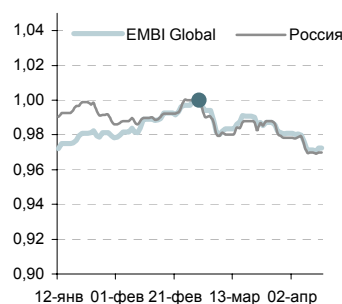
Российский сегмент на общем фоне развивающихся рынков не выделялся ничем особенным: Россия-30 снизилась на 200 б.п. до 108.3%, что привело к росту доходности до 6.11%. Портфель российских евробондов, составленный на основе индекса EMBIG Russia, принес инвесторам убыток 26% годовых. При этом спрэд на протяжении всего периода оставался стабильным (110 б.п.) и лишь в середине апреля расширился до 115 б.п. Мы считаем, что подобная оценка суверенного риска сохранится вплоть до майского заседания ФРС. Однако даже если регулятор даст ясно понять, что рынок ждет период пауз, мы не думаем, что развивающиеся рынки будут демонстрировать опережающую по сравнению с базовыми активами динамику. Примером может служить прошлый год, когда на фоне резкого снижения доходностей базовых активов (-60 б.п.) в апреле-мае, спрэд развивающихся рынков оставался стабильным в пределах 360-380 б.п. На этом фоне максимально благоприятным итогом для российского риска будет сужение к нижней границе диапазона 100-110 б.п.

Основные наши надежды по-прежнему связаны со второй половиной года, когда Россия произведет очередную выплату \$12 млрд. Парижскому Клубу. В начале апреля Минфин заявил, что рассчитывает на достижение соглашения с Клубом в мае, и в случае позитивного результата понадобится 2-3 месяца для решения технических вопросов. Таким образом, наши ожидания, высказанные в годовой стратегии, подтверждаются: судя по всему, схема станет точной копией прошлогоднего сценария, и позитивные эмоции инвесторов, а также рейтинговых агентств, стоит ожидать во второй половине года. Несмотря на то, что S&P, по словам его представителей, не планирует повышение рейтинга в течение 1-2 лет, мы полагаем, что традиционно менее консервативное агентство Moody's повысит суверенный рейтинг на одну ступень. В этой связи мы сохраняем целевое значение по российскому спрэду на уровне 70-80 б.п.

В корпоративном секторе ликвидность в большинстве бумаг с приближением мартовского заседания ФРС и отчета по рынку труда упала практически до нулевой отметки. В этой связи общее снижение сектора стало не очень чувствительным (убыток по индексу RUBI 10%), однако в ликвидных бумагах длинной дюрации падение оказалось более чем ощутимым. В частности, значительно хуже рынка проявили себя бумаги Газпрома-34, снизившиеся с начала марта на 800 б.п. (total return -84%) и ВТБ-35 (-460 б.п., total return -47%). Мы, предполагая рост доходностей базовых активов, рекомендовали спрэдовую стратегию в Евразе-15 и Синеке-15 относительно бенчмарка. Однако стоит признать, что ее эффективность оказалась минимальной: лишь в бумагах Евразхолдинга-15 мы наблюдали сужение спрэда, носившее спекулятивный характер в связи со слухами о возможном объединении Евраза и британско-голландской Cogus. Принимая во внимание хрупкое положение длинных бумаг, накануне заседания ФРС мы переориентировались на короткий отрезок, где, на наш взгляд, инвестиционный потенциал сохраняет выпуск Ситроникса-09, дочерней структуры АФК Система, торговавшейся с премией к кривой головной компании на уровне 90 б.п. Сейчас премия составляет порядка 65 б.п., что оставляет потенциал снижения доходности в пределах 20-30 б.п.

Неблагоприятная конъюнктура марта выступила ограничителем для роста предложения на рынке первичных размещений, заставив все-таки вышедших эмитентов предложить инвесторам премию. В частности, Абсолют-банк (В1/В, 40-е место по активам, 51-е по собственному капиталу) при размещении 3-летних бумаг в течении road-show изменил ориентир по доходности с 8.25-8.5% до 9%. Принимая во внимание, что близкие по кредитному качеству банки Петрокоммерц, Сибкакадембанк и Ак Барс торгуются в диапазоне 8-8.2% и премия за дюрацию должна составлять 20-30 б.п., мы оцениваем справедливый уровень

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	-1,9%	191	7
Argentina	-3,4%	344	-2
Brazil	-2,9%	232	18
Bulgaria	-1,8%	83	14
Chile	-1,2%	73	6
China	-1,1%	68	5
Columbia	-2,6%	174	24
Ecuador	1,9%	503	-44
Hungary	-2,6%	75	13
Malaysia	-1,7%	86	12
Mexico	-2,6%	140	16
Morocco	0,3%	87	-9
Nigeria	0,0%	259	-90
Peru	-4,0%	226	46
Philippines	0,6%	233	-30
Poland	-1,5%	64	7
Russia	-2,2%	105	8
South Africa	-1,6%	85	19
Turkey	-1,8%	182	6
Ukraine	-1,6%	198	30
Uruguay	-1,7%	223	-4
Venezuela	-0,8%	190	-24

Источник: J.P. Morgan

доходности Абсолют-банка-09 на уровне 8.3-8.4% и рекомендуем бонды к покупке.

В условиях ограниченности первичного предложения, мы продолжаем искать инвестиционные возможности на вторичном рынке среди бумаг короткой дюрации. Одной из таких идей, по нашему мнению, могут стать бумаги ГМК Норникеля-09 (BB+/Ba2/BBB-), расширившие с начала марта спрэд к бондам Газпрома и Алросы с аналогичной дюрацией с 40 б.п. до 100 б.п. Мы полагаем, что премия не должна превышать уровня 50 б.п., адекватно отражающего квазисуверенность выпусков газового и алмазного монополистов. Кроме этого, ситуация на сырьевых рынках должна способствовать сильным финансовым показателям ГМК Норникеля в отчетном периоде. Так, согласно опубликованной в конце марта отчетности по РСБУ, чистая прибыль Норникеля в четвертом квартале выросла на 29% до 18.7 млрд. рублей. Всего же по итогам года прибыль компании достигла 58.16 млрд. рублей (+14%), при этом долговая нагрузка остается достаточно низкой (Долг/ЕБИТДА не превышает 30%). Мы полагаем, что закончившееся выделение золотодобывающих активов в отдельную группу не ухудшит финансовое положение компании, поскольку доля выручки данного подразделения не превышала 5%. В связи с этим в начале апреля мы присвоили выпуску ГМК Норникеля-09 рекомендацию «покупать».

Итак, мы нейтрально оцениваем суверенный сегмент еврооблигаций в перспективе ближайшего месяца. По нашему мнению, сужение с текущих 115 б.п. возможно только в случае четких сигналов об окончании повышения ставки после майского заседания, при этом максимальный потенциал сокращения спреда оценивается нами в 10-15 б.п. Мы по-прежнему полагаем, что новые минимальные уровни могут быть достигнуты во втором полугодии, когда Россия завершит выплаты Парижскому клубу, и это найдет отражение в переоценке российского риска рейтинговыми агентствами. В корпоративных бумагах в условиях негативных тенденций на рынке базовых активов мы рекомендуем инвесторам искать инвестиционные возможности в евробондах короткой дюрации, из которых мы выделяем Ситроникс-09, Абсолют-банк-09 и ГМК Норникель-09.

Рынок рублевых облигаций

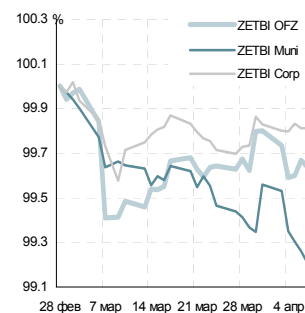
Первая половина весны на рынке рублевого долга прошла в смешанных тонах, что нашло отражение в динамике ценовых индексов ZETBI: не считая довольно сильного снижения первой декады марта, они преимущественно колебались в боковом тренде.

С одной стороны, общие настроения, определенно, формировались под влиянием довлеющей внешней угрозы, а именно растущих (и реализующихся) рисков дальнейшего роста доходностей Treasuries и евробондов: доходность России-30 с начала марта прибавила еще 25 б.п., превысив 6% годовых. С другой, каких либо заметных продаж после снижения голубых фишек в первой декаде марта не последовало: если не принимать начало месяца во внимание, доходности по первому эшелону практически не выросли. Наибольшую инертность к внешнему воздействию показали длинные ОФЗ, практически не отреагировавшие на существенный рост доходностей суверенных евробондов, в результате чего премия ОФЗ 46018 к России 30 сократилась со 100-110 б.п. в марте до 75-80 б.п. в первой декаде апреля.

Фактором, удержавшим рынок от более существенного падения, по всей видимости, стало продолжившееся укрепление рубля. Последнее было целиком обусловлено растущей динамикой евро на FOREX, а не действиями ЦБ, который в марте попытался внушить инвесторам мысль, что пока не готов продолжать курс на рост стоимости национальной валюты. В то же время, инфляция на уровне 5% по итогам первого квартала сама по себе была довольно веской причиной усомниться в заверениях регулятора, особенно, учитывая отсутствие прочих эффективных инструментов по контролю за ростом цен. Сохраняющиеся ожидания новых послаблений ЦБ в области укрепления рубля смогли отчасти нейтрализовать негативный фон, который задавала рублевым бумагам динамика базовых активов.

В итоге внутренний рынок долга сохранял почву под ногами на фоне поддержки со стороны курса рубля, но приоритеты инвесторов явно складывались в пользу защитных стратегий, что проявлялось в повышенном интересе к выпускам второго-третьего эшелонов средней дюрации. В частности, в корпоративном сегменте среди лидеров, принесших инвесторам наибольший доход в марте – апреле оказались такие бумаги, как ЮТК-2 (+26.77% годовых), Мособлгаз (+25.67%), Мотовилихинские Заводы (+21.28%), а также рекомендованные нами к покупке Адамант Финанс (+23.14%) и Санвэй (+20.23%).

Динамика ценовых индексов ZETBI в феврале – первой декаде марта



Источник: Банк ЗЕНИТ

Государственные облигации - лидеры по доходности в марте - апреле:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
SU46003RMFS8	0.87	7.96
SU27025RMFS4	0.76	7.76
SU25057RMFS9	0.71	7.08
SU46020RMFS2	0.52	5.39
SU26198RMFS0	0.47	4.98
SU46002RMFS0	0.53	4.95
SU25060RMFS3	0.46	4.82
SU46001RMFS2	0.49	4.69
SU25058RMFS7	0.42	4.29
SU46014RMFS5	0.44	4.04

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Субфедеральные облигации - лидеры по доходности в марте - апреле:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
Томск.об-1	2.84	29.33
НовсибОбл2	1.66	15.32
МГор31-об	1.36	13.46
Удмуртия-1	1.18	11.98
ИркОбл-а01	1.19	11.92
Барнаул 01	1.20	11.70
НижгорОбл2	1.12	10.81
ИркОбл-а02	1.01	10.17
МГор47-об	1.08	10.13
ЯрОбл-03	1.03	10.07

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные облигации - лидеры по доходности в марте - апреле:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
НижЛенинв	3.56	36.38
СЗЛК -1 об	3.09	31.97
НИКОСХИМ 1	2.88	29.20
ЮТК-02 об.	2.59	26.77
Мособлгаз1	2.51	25.67
СевСтАвто	2.38	24.04
АдаманФ1об	2.32	23.14
МотовилЗ-1	2.06	21.28
СанвэйГ 01	2.00	20.23
МИА-1об	1.77	17.97

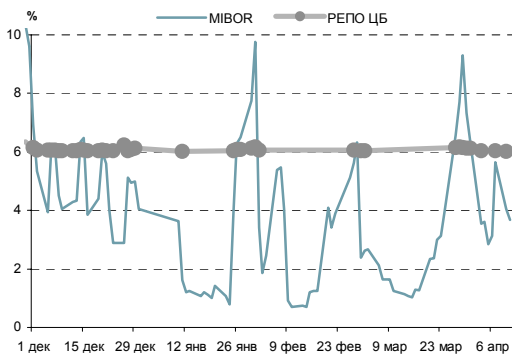
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

В целом, основные мотивы на рынке рублевого долга в апреле остаются прежними. Определяющей, на наш взгляд, по-прежнему будет динамика базовых активов. С одной стороны, после столь стремительного роста доходности Treasuries до 5% мы не исключаем некоторой коррекции, что должно оказать поддержку котировкам российских евробондов. С другой, учитывая существенно сократившийся спред между длинными рублевыми бумагами и суверенными еврооблигациями, снижение доходности последних может и не оказать никакого позитивного эффекта на рублевый рынок: премия ОФЗ 46018 к Russia 30 просто вернется на прежние, более адекватные уровни (в районе 100 б.п.). Кроме того, в конце апреля мы не исключаем нового витка роста доходностей Treasuries перед майским заседанием ФРС (см. «Рынок облигаций США»).

Второй мотив в лице позитивных ожиданий по курсу рубля тоже в силе. Мы считаем маловероятным резкое единовременное укрепление национальной валюты: учитывая высокую роль доллара как средство расчета и сбережения в стране, подобная шоковая терапия может быть крайне негативно воспринята населением, а значит, является довольно спорной с политической точки зрения (все-таки и борьба с инфляцией на фоне приближающихся выборов имеет четкий политический подтекст). Но в среднесрочной перспективе ЦБ, скорее всего, придется продолжить курс на рост национальной валюты, учитывая яв-

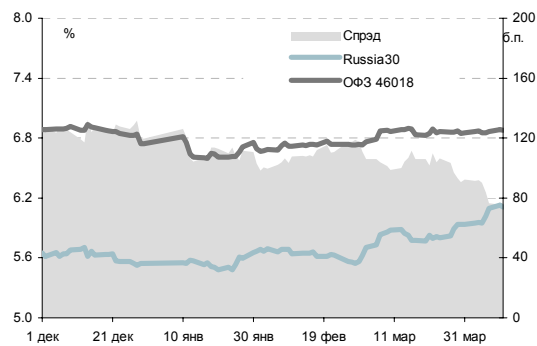
ный дефицит эффективных инструментов монетарной политики. Кроме того, ожидаемая нами пауза в повышении ставок в США и продолжение этого процесса в Европе во второй половине года должны склонить баланс сил на мировом валютном рынке в пользу евро, что также окажет поддержку рублю. В то же время, в апреле рынок FOREX, напротив, может быть подвержен довольно сильной волатильности, учитывая неопределенность в отношении количества оставшихся повышений ставки ФРС и, как следствие, высокую чувствительность к макроэкономическим данным.

Ставки денежного рынка: МБК и РЕПО ЦБ



Источник: Reuters

Спрэд Russia 30 и ОФЗ 46018



Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

Еще одна важная тема для рынка, внимание к которой, опять таки, привлек ЦБ еще в феврале – стремление регулятора ограничить денежную массу путем повышения ставок денежного рынка (по однодневным / недельным депозитам). Что любопытно, в отличие от традиционно смутных ориентиров в отношении валютной политики, в отношении повышения ставок ЦБ, в лице первого зампреда Улюкаева, довольно четко обозначил верхнюю границу – 4% к концу года.

Таким образом, 4% станет нижней границей диапазона и для ставок межбанковского рынка – уровень, в целом адекватный на фоне ставки ФРС 5% (прогноз на конец года) и однодневного долларowego LIBOR на уровне 4.8% (текущее значение). В периоды дефицита рублей МБК в последние месяцы колеблются в пределах 6% (февраль) - 10% (январь, март): в эти моменты ориентиром выступает ставка РЕПО ЦБ, которая удерживается на уровне 6%. Поднимать ее регулятор, похоже, пока не планирует, дабы не провоцировать новых кризисных ситуаций с ликвидностью. Таким образом, повышение депозитных ставок должно выровнять стоимость рублей в течение месяца, избавив от перепадов «10% в моменты налоговых выплат – 1% после их завершения». Для рынка рублевых облигаций эффект от растущей стоимости коротких денег в конечном итоге должен проявиться в сокращении объема спекулятивных позиций, финансируемых за счет механизмов РЕПО, а также возможном частичном оттоке средств банков на денежный рынок. В то же время, скорее всего, процесс повышения ставок будет достаточно плавным для того, чтобы участники рынка смогли привыкнуть к новым условиям, и в ближайшей перспективе новые веяния ЦБ в области монетарной политики вряд ли несут угрозу рублевым инструментам.

В целом, в апреле мы сохраняем умеренно-негативный взгляд на рынок: внешняя среда по-прежнему является главным фактором риска, хотя внутренний потенциал в лице ожидаемого укрепления рубля, скорее всего, вновь удержит от значительных потрясений. На этом фоне мы не меняем рекомендацию придерживаться защитной стратегии и отдавать приоритет недооцененным сериям второго – третьего эшелонов короткой и средней дюрации. В частности, мы выделяем выпуски Санвэя, Виктории-Финанс, Топ-Книги, Мидлэнда, ЮТК-3, ЮТК-4, ЛСР, Адаманта.

На более длинном отрезке привлекательно смотрятся облигации Магнита. Компания недавно впервые опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2005 год – до этого были доступны лишь данные РСБУ отчетности компаний, входящих в Группу «Тандер», и неаудированная консолидированная отчетность за 1пг2005. По сравнению с последней данные аудированной отчетности дают более позитивное представление о рентабельности бизнеса и покрытии долга: норма операционной прибыли составила 4% (против 1.7% за 1пг2005), отношение операционной прибыли к объему финансовой задолженности – 1.94 (5.23 за 1пг2005 с учетом облигационного займа). По рентабельности EBITDA (5%) Магнит опережает Дикси (4%), а по показателю Debt/EBITDA (1.58) и Net Debt/EBITDA (около 1), по нашим оценкам, ближе всего к Пятерочке. Мы полагаем, что рост прозрачности накануне IPO и позитивные результаты за 2005 год дают повод для переоценки кредитного качества компании, что должно найти отражение в снижении доходности с нынешних 9% (на 12/04/2006) до 8.5% - 8.7%.

Магнит: неаудированная отчетность за 1пг2005 и аудированная по МСФО за 2005:

млн. долл.	1пг2005*	2005
Выручка	677.61	1577.67
у-о-у, %	98%	86%
оп.прибыль	11.86	63.83
чистая прибыль	4.88	36.83
EBITDA	н.д.	77.96
Долг	124.03	123.84
Чистый долг	98.88	78.07
Op. margin	2%	4%
EBITDA margin	н.д.	5%
Debt/op.profit	5.23	1.94
Debt/EBITDA	н.д.	1.59
Net Debt/EBITDA	н.д.	1.00

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

* Пересчет в доллары по курсу на 30.06.2005, 28.67 руб/долл.

В сегменте ритейла потенциал роста есть и у выпусков Пятерочки, недавно объявившей о своем слиянии с Перекрестком. Учитывая более высокую по сравнению с Перекрестком рентабельность и меньшую долговую нагрузку Пятерочки, показатели долгового покрытия объединенной компании выглядят немного хуже. В частности, соотношение Net Debt / EBITDA, учитывая привлечение Пятерочкой банковских кредитов в размере 300 млн.долл. на приобретение акций Перекрестка, составит 2.79 (у Пятерочки аналогичный коэффициент, по оценкам компании, к концу 2005 года был на уровне 1.1). В то же время, задействованные в сделке 300 млн. долл., согласно озвученным планам, будут частично направлены на рефинансирование долга Перекрестка: если будет замещен весь кредитный портфель, Net Debt / EBITDA снизится до 1.9. Кроме того, мы полагаем, что небольшое ухудшение кредитного профиля перевешивается экономическими выгодами от слияния, к которым прежде всего можно отнести экономию на масштабах и улучшение условий работы с поставщиками, а также увеличение охвата рынка в разрезе географии присутствия и форматов торговли.

Пятерочка и Перекресток: до и после объединения

	Перекресток	Пятерочка	Объединенная компания*
Sales	1015	1359	2374
EBITDA Margin	7.5%	11%	9.5%
Net Debt/EBITDA	2.2	1.1	1.91-2.79

Источник: Данные отчетности Перекрестка по МСФО за 2005, прогнозы Пятерочки, расчеты Банка ЗЕНИТ
*Net Debt/EBITDA = 1.91 в случае замещения всего кредитного портфеля Перекрестка, 2.79 – без учета рефинансирования

Мы ожидаем роста котировок по выпускам Пятерочки в среднесрочной перспективе: справедливый уровень доходности к погашению по облигациям Пятерочка-2, на наш взгляд, не должен превышать 8.5%.

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / oferty	Доходность к погашению / offerте, % годовых	Прогноз организатора	Прогноз Банка ЗЕНИТ	Организатор/Синдикат по размещению
14 мар	Ютэйр-Финанс-2	1 000	3 года / 1 год	- / 10.81%	10% - 10.5%	10.5% - 10.7%	Внешторгбанк, Номос-банк, ГК Регион
16 мар	Макси-Групп	3 000	3 года / 1.5 года	- / 11.57%	10.4% - 10.9%	11.5% - 12%	Тройка Диалог, Уралсиб / ING Банк, КИТ Финанс, Банк Союз, Еврофинанс Моснарбанк, ИФК Солид, Алор-Инвест, Универ, Мордовпромстройбанк
21 мар	УРСИ-7	3 000	6 лет / 3 года	- / 8.58%	8.3% - 8.5%	-	Связь-Банк / Дойче Банк, Промсвязьбанк, Внешторгбанк, Газпромбанк, Импэксбанк, ИК Капитал, Сбербанк, Банк Союз
23 мар	Главмосстрой-Финанс-2	4 000	5 лет / 1.5 года	- / 11.83%	11% - 11.5%	11% - 11.5%	Банк Союз / Банк ЗЕНИТ, Внешторгбанк, Банк Москвы, Газпромбанк, Альфа-Банк, Номос-Банк, ГК Регион, КИТ Финанс, ИБ Траст, КБ Визави, Сибкакадембанк
23 мар	ДИКСИ Финанс	3 000	5 лет	9.46%	9% - 9.5%	9.15% - 9.35%	Траст / Альфа-Банк, Газпромбанк, Номос-Банк, ИК Регион, Банк Союз, HSBC, Standard Bank, Банк ЗЕНИТ, ММБ, Райффайзенбанк, Русский Международный Банк, Еврофинанс Моснарбанк, Импэксбанк, ИК Мегатрастойл, Национальный Резервный Банк, Ханты-Мансийский Банк
23 мар	Моторостроитель-Финанс	800	3 года / 1.5 года	- / 12.36%	11% - 11.5%	11.5% - 12%	КИТ Финанс, Фондсервисбанк / Уралсиб, Номос-Банк, ИГ Русские фонды, Алор-Инвест, Банк Союз, ИК Русс-Инвест
23 мар	Русь-Банк	1 400	3 года / 1 год	- / 10.78%	8.1% - 8.36%	-	Тройка Диалог / Инвестсбербанк, Номос-Банк, Россельхозбанк, Еврофинанс Моснарбанк, Ханты-Мансийский Банк, Северо-Западный Инвестиционный Центр, ИК Регион, ИК Велес Капитал
24 мар	Интегра Финанс	2 000	3 года	10.78%	10.37% - 10.57%	11%	ММБ, ИК Тройка Диалог / Дойчебанк, Промстройбанк, Номос-Банк, Еврофинанс Моснарбанк, Ренессанс Капитал, Славинвестбанк, Сибкакадембанк, Мордовпромстройбанк
4 апр	Башкирэнерго-3	1 500	5 лет / 3 года	- / 8.56%	н/д	8.4% - 8.7%	Внешторгбанк / Еврофинанс Моснарбанк, ММБ, Ак Барс Банк, Банк Союз, Российский Банк Развития, Стандарт Банк
4 апр	Сувар-Казань	900	3 года / 1 год / 2 года	- / 13.42%	13% - 13.5%	13% - 13.5%	Ак Барс Банк, Банк ЗЕНИТ / МДМ-Банк, Банк Союз, Энергобанк, КИТ Финанс, ИК ТатИнК
4 апр	Ренинс Финанс	750	4 года / 2 года	- / 10.67%	н/д	-	Атон /
5 апр	Омела Холдинг	50	1.5 года	19.25%	18%	-	ИК Еврофинансы /
5 апр	Центральный телеграф-3	700	3 года	10.11%	10% - 10.2%	9.8% - 10.3%	Связь-банк / Банк Москвы, Банк Союз, ИК Капитал, Сбербанк

Предстоящие размещения

13 апреля вполне можно объявить «днем розничной торговли» на первичном рынке. Две компании, бизнес которых связан с ритейлом, впервые выходящие на публичный долговой рынок, наметили на этот день аукционы по размещению. Таким образом, инвесторам предоставляется возможность диверсификации рисков отрасли в соответствии со спецификой торговой специализации между ЗАО «Дикая Орхидея» и ООО «Лаверна».

Пожалуй, более широко известно инвесторам имя ЗАО «Дикая Орхидея» - владельца одноименной торговой сети женского нижнего белья, предлагающего инвесторам трехлетние облигации на сумму 1 млрд. руб., по которым предусмотрена оферта через 1 год.

Заявив о себе как эксклюзивный импортер ведущих европейских и мировых марок белья высшей ценовой категории, представленных в магазинах «Дикая Орхидея», компания активно развивает еще одну собственную торговую сеть - «Бюстье», ориентированную на более широкий по масштабам среднеценовой сегмент. Именно это направление выделено эмитентом в качестве одного из приоритетных на ближайшую перспективу и, по сути, должно стать главным драйвером роста оборотов компании и расширения географии присутствия, причем не только в России. Стремительно увеличивая количество магазинов под маркой «Бюстье», компания ожидает к 2009 году рост выручки с текущих 69 млн. долл. (по итогам 2005 года) до 221 млн. долл. При этом доля «Бюстье» в структуре продаж должна вырасти вдвое с текущих 30% до 60%.

Поддерживать активное развитие брэнда «Бюстье» компания планирует, продвигая на рынок собственную торговую марку «Вендетта», которая постепенно должна стать основной в ассортименте магазинов «Бюстье». Кроме того, в списке private label озвучена еще марка «декольте», которая частично заместит ассортимент магазинов «Дикая Орхидея». Таким образом, стремясь опережать ближайших конкурентов по широте представленного ассортимента, компания планирует сохранять высокую рентабельность продаж. Помимо этого компания ожидает существенной экономии на издержках за счет импорта не готовых изделий, а отличающихся меньшей ввозной пошлиной материалов для производства в России.

Вместе с тем, оборотной стороной развития собственного производства является довольно высокая вероятность усиления долговой нагрузки компании в среднесрочной перспективе. В настоящее время уровень долга, хотя и несколько высок при текущих масштабах бизнеса, но вполне адекватен денежным потокам и после рефинансирования краткосрочных обязательств средствами от продажи облигаций существенно не изменится. В то же время, планируемое использование кредитного плеча для финансирования проекта строительства производственного комплекса может повлечь снижение кредитного качества компании. В данном случае, усиливается зависимость устойчивости финансового состояния и качества обслуживания долга от успехов эмитента в области маркетинга и сбыта.

Мы полагаем, что в списке торговых компаний, представленных на долговом рынке, узкая специализация эмитента позволяет выделить в качестве главного ориентира по доходности облигации ООО «ТОП-Книга», текущая доходность которых на 10.04.2006 г. составляла 10.53% годовых к оферте в феврале 2007 г. Справедливый спред бумаг Дикой Орхидеи к облигациям Топ-Книги, компенсирующий разницу в масштабах бизнеса, более громоздкую текущую структуру бизнеса Дикой Орхидеи и меньшую прозрачность финансовых потоков, мы оцениваем на уровне порядка 125 – 150 б.п., что соответствует доходности к оферте через 1 год 11.75% - 12 % годовых.

Группа компаний Лаверна предложит инвесторам свои четырехлетние облигации в объеме 1 млрд. руб., по которым предусмотрена оферта через 1 год.

Основное внимание эмитента сконцентрировано в сегменте строительно-отделочных материалов. В настоящее время доля Лаверны на рынке организованной оптовой и розничной торговли отделочными материалами, товарами для дома и интерьера оценивается на уровне порядка 9%. Согласно предварительным данным, в 2005 г. оборот был на уровне 451 млн. долл., т.е. почти на 21% больше, чем годом ранее.

На текущий момент эмитент не является юридически оформленной холдинговой структурой, что обуславливает отсутствие аудированной консолидированной отчетности и подчеркивает риски низкой прозрачности финансовых потоков компании. Вместе с тем, в течение текущего года компания планирует завершить процесс реорганизации, а несколько позднее раскрыть свою финансовую отчетность по МСФО за 2006 г. Пока же при существенных оборотах, которые отражены в отчетности ключевых компаний Группы по РСБУ,

Дикая Орхидея

Размещение: 13 апреля 2006

Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты):

3 года (1 год)

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

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организаторы: Банк Союз

Лаверна

Размещение: 13 апреля 2006

Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты):

4 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные определяются эмиссионными документами

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Уралсиб

выступающих поручителями по займу, прибыль сильно отличается от обозначенной в неаудированной отчетности.

Данные неаудированной отчетности Группы Лаверна за 9 мес. 2005 г. свидетельствуют о довольно прочном финансовом состоянии эмитента. Так, выручка за 3 квартала 2005 г. составила 322 млн. долл. Хотя рентабельность по EBITDA в течение отчетного периода несколько снизилась по сравнению с результатами 2004 г. – с 9.6% до 8.1%, существенного негатива и возникновения весомых дополнительных финансовых рисков это не повлекло. Компания характеризуется умеренной долговой нагрузкой, и качество обслуживания финансовых обязательств осталось на прежнем уровне. При этом рефинансирование краткосрочных обязательств в размере 540 млн. руб. за счет средств облигационного займа улучшает структуру кредитного портфеля компании по срочности.

На фоне запланированного расширения масштабов бизнеса к 2008 г. до 722 млн. долл. решению ключевой для эмитента задачи по поддержанию роста рентабельности будет способствовать постепенное смещение интересов компании в наиболее динамичные сегменты организованных форм торговли. Так, в соответствии с наметившейся общеотраслевой тенденцией постепенного перехода к более цивилизованным форматам торговли, Лаверна активно развивает продажи через магазины формата DIY, сотрудничая с крупнейшими торговыми сетями OBI, Leroy Merlin, Максидом, Castorama. В результате этого доля таких продаж в обороте Группы должна вырасти с текущих 11% до 29%. Также эмитент планирует расширять собственную сеть гипермаркетов «СантаХаус», которая в декабре прошлого года появилась на рынке Санкт-Петербурга и с 2007 г. будет продвигаться в другие регионы, где присутствует Лаверна.

Таким образом, многоформатная структура сбыта, существующая диверсификация ассортимента и широкая география сбыта, охватывающая Центральный, Северо-Западный, Южный, Уральский, Сибирский регионы и Поволжье, создают предпосылки для успешного развития бизнеса Группы Лаверна в среднесрочной перспективе.

Поскольку деятельность Лаверна отличается от широко представленных на долговом рынке розничных сетей своей специализацией, в качестве ориентира по доходности мы рассматриваем облигации ООО «ТОП – Книга». Мы полагаем, что премия на уровне 80 – 100 б. п. в полной мере компенсирует риски низкой прозрачности финансовых потоков Группы Лаверна и отсутствия аудированной отчетности. Таким образом, справедливой, на наш взгляд, для ООО «Лаверна» является доходность к годовой оферте в диапазоне 11.3% - 11.5% годовых.

19 апреля должно состояться размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Российские коммунальные системы» объемом 1.5 млрд. руб. со сроком до погашения 3 года, сроком до оферты – 1.5 года.

Компания является крупнейшим среди российских частных операторов систем жизнеобеспечения. Сфера интересов эмитента объединяет управление и строительство систем жилищно-коммунального обслуживания (тепла и электроэнергии, водоснабжения), а также управление жилищным фондом.

Присутствие в 10 регионах России и обслуживание порядка 4 млн. человек обеспечило РКС, согласно предварительным данным агрегированной отчетности, оборот по итогам 2005 г. в размере 13.4 млрд. руб., что почти на 5% меньше, чем выручка за 2004 г. Компания была вынуждена избавиться от части активов ввиду их низкой прибыльности. Стоит отметить, что в 2005 г. компании удалось преодолеть порог безубыточности и впервые получить чистую прибыль в размере 54 млн. руб. против прошлогоднего убытка на уровне 952 млн. руб.

Опираясь на рынке частных услуг в сфере ЖКХ, который, по сути, находится на первоначальном этапе своего становления, компания получает неплохие возможности для динамичного роста. В частности, дополнительные бонусы по расширению географии присутствия эмитенту добавляет поддержка акционеров – ОАО «Комплексные энергетические системы», которому принадлежит 75% уставного капитала РКС, и РАО ЕЭС, владеющего оставшимися 25%. Это позволяет эмитенту в качестве основных направлений предполагаемой региональной экспансии рассматривать территории, подконтрольные ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9. Их обслуживание в течение ближайших трех лет позволит увеличить общее количество регионов присутствия РКС до 30.

Важным шагом для обеспечения комплексного подхода к предоставлению услуг, который во многом определит прибыльность компании и устойчивость ее финансового состояния, является намеченная на 4 квартал текущего года консолидация активов эмитента с коммунальными и газораспределительными активами главного акционера (ОАО «КЭС»). По итогам 2006 г. это должно обеспечить увеличение оборота РКС более чем на 26% до 17 млрд.

PKC

Размещение: 19 апрель 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 приравняются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Газпромбанк

руб. при росте рентабельности продаж вдвое с текущих 2.3% до 4.2%.

На наш взгляд, крайне низкая рентабельность является одной из главных проблем финансового состояния компании, которая не имеет однозначного решения. Значительные текущие расходы на обслуживание и модернизацию арендуемых у муниципалитетов профильных активов, характеризующихся высоким уровнем износа, при жестком государственном регулировании тарифов не позволяют компании генерировать значительные денежные потоки. В то же время, применение при тарифообразовании методики «Затраты+...» делает нецелесообразной демонстрацию высоких финансовых результатов ввиду того, что компания может лишиться возможного роста тарифов на следующий год, который в соответствии с законодательством ограничен 20%. Таким образом, инвестиционные возможности компании достаточно ограничены, и мы не исключаем роста ее зависимости от внешнего финансирования.

При этом политические риски бизнеса РКС касаются не только тарифообразования. Среди ключевых можно выделить также отсутствие отработанного механизма взаимодействия с муниципалитетами по вопросам выполнения своих обязательств перед частными операторами, как по планам капитальных вложений, так и по вопросам компенсации им льгот по оплате услуг ЖКХ.

Законодательные инициативы в области реформирования ЖКХ также не добавляют нам особого позитива при оценке компании. Помимо огромной социальной значимости данной реформы, свои отпечатки накладывает качество реформирования в России, в частности соответствие реальных сроков выполнения намеченных мероприятий запланированным. На примере уже реализуемых реформ энергетики и РЖД остается только надеяться на лучшее.

Специфика бизнеса эмитента, объединяющая в себе операционные риски как потребительского сектора, так и профильных направлений, в частности электроэнергетики, газо- и водоснабжения, обуславливает отсутствие прямых отраслевых аналогов и в значительной мере усложняет оценку справедливой доходности данного выпуска.

Принимая во внимание очевидные риски компании, а также то, что бизнес эмитента находится в стадии становления, компания ожидает реорганизации активов, не имеет публичной кредитной истории и аудированной консолидированной отчетности, мы отмечаем, что все это должно найти свое отражение в доходности. Таким образом, справедливой для дебютного выпуска РКС, на наш взгляд, является доходность на уровне не ниже 10% годовых к полуторалетней оферте. При этом, мы ожидаем, что с учетом премии за первичное размещение, которая может варьироваться в пределах 25-50 б.п., по результатам аукциона доходность облигаций РКС составит 10.25% - 10.5% годовых.

Среди эмитентов, которые запланировали размещение облигаций на апрель, и ООО «Столичные Гастрономы» с дебютным выпуском трехлетних облигаций на сумму 1.5 млрд. руб., по которым предусмотрена оферта через 2 года.

Эмитент является владельцем 164 тыс. кв. м. торговых площадей в московском регионе, главным арендатором которых выступает розничная сеть «Седьмой Континент».

Реализация части торговых площадей, главным образом, в течение 2004 года, не лучшим образом отразилась на бизнесе эмитента и повлекла снижение выручки за последние два года почти на 25% - с 1.25 млрд. руб., которые «Столичные Гастрономы» обеспечивали в 2003 г., до текущих 939 млн. руб. (по предварительным данным за 2005 г.). Сокращение притока арендных платежей вкуче с растущими накладными расходами по содержанию и обслуживанию объектов собственности, среди которых ключевыми являются коммунальные платежи, нашло свое негативное отражение и в рентабельности. За это время норма прибыли по EBITDA снизилась на 20% до 79.8% (ранее она была близка к 100%), а рентабельность по чистой прибыли снизилась на 5% - с 64% до 59%. При этом положительной характеристикой финансов эмитента является минимальный уровень текущей долговой нагрузки – debt ratio составляет всего 10%.

Несмотря на некоторое сокращение масштабов деятельности, поддерживать стабильность денежных потоков компании позволяет долгосрочный характер аренды (от 10 до 49 лет). В частности, договоры с «Седьмым Континентом», на долю которого приходится 97% оборота компании, по большей части десятилетние.

Именно сотрудничество с «Седьмым Континентом» является ключевым фактором, определяющим устойчивость финансового состояния эмитента в ближайшей перспективе. Это позволяет нам оценивать кредитное качество «Столичных Гастрономов» через риски «Седьмого Континента», которые можно охарактеризовать как низкие. Розничная сеть является одной из крупнейших в Москве, контролируя 9% организованного рынка розничной торговли. По собственным оценкам, оборот за 2005 г. достиг 712.8 млн. долл. при рен-

Столичные гастрономы

Размещение: апрель 2006

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (2 год)

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Росбанк

табельности по чистой прибыли 6.6%. Несмотря на отсутствие данной компании на долговом рынке, мы полагаем, что спред ее бумаг к бенчмарку ритейла Пятерочке составлял бы порядка 25 б.п. и оцениваем их доходность к двухлетней оферте на уровне 8.5 – 8.75% годовых.

Участие в капитале «Столичных Гастрономов» главного акционера «Седьмого Континента» - инвестиционной компании «7К – Инвест» позволяет предположить, что перспективы «Столичных Гастрономов» тесно взаимосвязаны с бизнес-стратегией ключевого партнера. Вместе с тем, в рамках программы регионального развития эмитент предполагает сконцентрировать свое внимание в сегменте строительства торгово-развлекательных центров и последующей сдачи их в аренду, что на первоначальном этапе потребует значительных средств. В частности, на текущие проекты в Реутове и Ростове-на-Дону, стоимость которых оценивается на уровне 240 млн. долл., компания предполагает использовать средства облигационного займа, усиливая свою долговую нагрузку. А запланированный на среднесрочную перспективу выход на рынки Брянска и Самары может потребовать дополнительного внешнего финансирования. Таким образом, ближе компании становятся специфические риски строительных организаций, что должно быть компенсировано соответствующей премией в доходности.

На основании вышеизложенного, мы полагаем, что справедливым уровнем доходности для дебютных облигаций ООО «Столичные Гастрономы» с учетом премии за первичное размещение является 10% – 10.5% годовых к двухлетней оферте.

Также в ближайшее время с третьим по счету выпуском облигаций объемом 1.5 млрд. руб. на рынке появится Архангельский целлюлозно-бумажный комбинат. Срок до погашения бумаг 5 лет, срок до оферты – 1.5 года.

С момента предыдущего выхода компании на рынок публичного долга в мае прошлого года, когда состоялось размещение трехлетних облигаций на сумму 500 млн. руб., ее финансовое состояние не претерпело существенных изменений и характеризуется по большей части теми же рисками, что и годом ранее. Компания сохраняет ведущие позиции на основных товарных рынках с долями от 17% (по товарной целлюлозе) до 50% (отдельные виды тарного картона).

Планомерно увеличивая объемы выпуска, в 2005 г. компания обеспечила прирост выручки на уровне 12% до 9.8 млрд. руб. Основная часть оборота компании сформирована за счет внутренних продаж, характеризующихся большей рентабельностью. Увеличение объема поставок на внутренний рынок при постоянном объеме экспорта позволило компании в условиях растущих издержек сохранить норму прибыли по EBITDA на уровне 15.3%, что не сильно отличается от аналогичного показателя 2004 года, когда рентабельность по EBITDA составляла 15.8%.

Текущую долговую нагрузку эмитента можно охарактеризовать как умеренную: уровень долга в активах не превышает 33%, при этом соотношение долг/EBITDA находится на уровне не менее двух, что позволяет сделать вывод о довольно высоком качестве покрытия долга.

Стратегия развития компании на ближайшую перспективу предполагает завершение модернизации производственного оборудования, которая позволит увеличить объемы выпуска наиболее рентабельных производств тарного картона и целлюлозы и в дальнейшем поддерживать конкурентные преимущества перед другими участниками рынка. При этом не теряющую своей актуальности проблему растущих расходов компания предполагает решать посредством оптимизации издержек, как за счет изменения структуры продаж на внутреннем рынке, минуя посредников, через дочернюю компанию «Архбум», так и благодаря реорганизации структуры и выделения непрофильных активов.

Наряду с этим, ключевой проблемой эмитента по-прежнему остается корпоративный конфликт между ведущими акционерами: Pulp Mill Holding, владеющего долей в 65% уставного капитала АЦБК и Лесопромышленной компанией «Континенталь Менеджмент», которой принадлежит 33.6% акций. Отсутствие единого мнения в области эффективности управления и размера дивидендов, сопровождающееся порциями «черного PR», всевозможными исковыми заявлениями со стороны миноритарного акционера и уголовными делами, не имеющими, впрочем, логического завершения в виде судебного решения, создает вокруг компании «шлейф» негатива. Урегулирование спорных вопросов во многом способствовало бы повышению кредитного качества эмитента, текущие финансовые и операционные риски которого вполне можно охарактеризовать как умеренные. Пока же обусловленное сложившейся ситуацией осторожное отношение инвесторов к бумагам АЦБК негативно сказывается не только на их ликвидности, но и объясняет наличие достаточно весомой дополнительной премии в доходности к ее справедливому уровню.

В качестве ориентира по доходности бумаг нового выпуска мы рассматриваем предыду-

АЦБК-Инвест-3

Размещение: апрель 2006

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет(1.5 года)

Купон: ежеквартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные в соответствии с эмиссионными документами

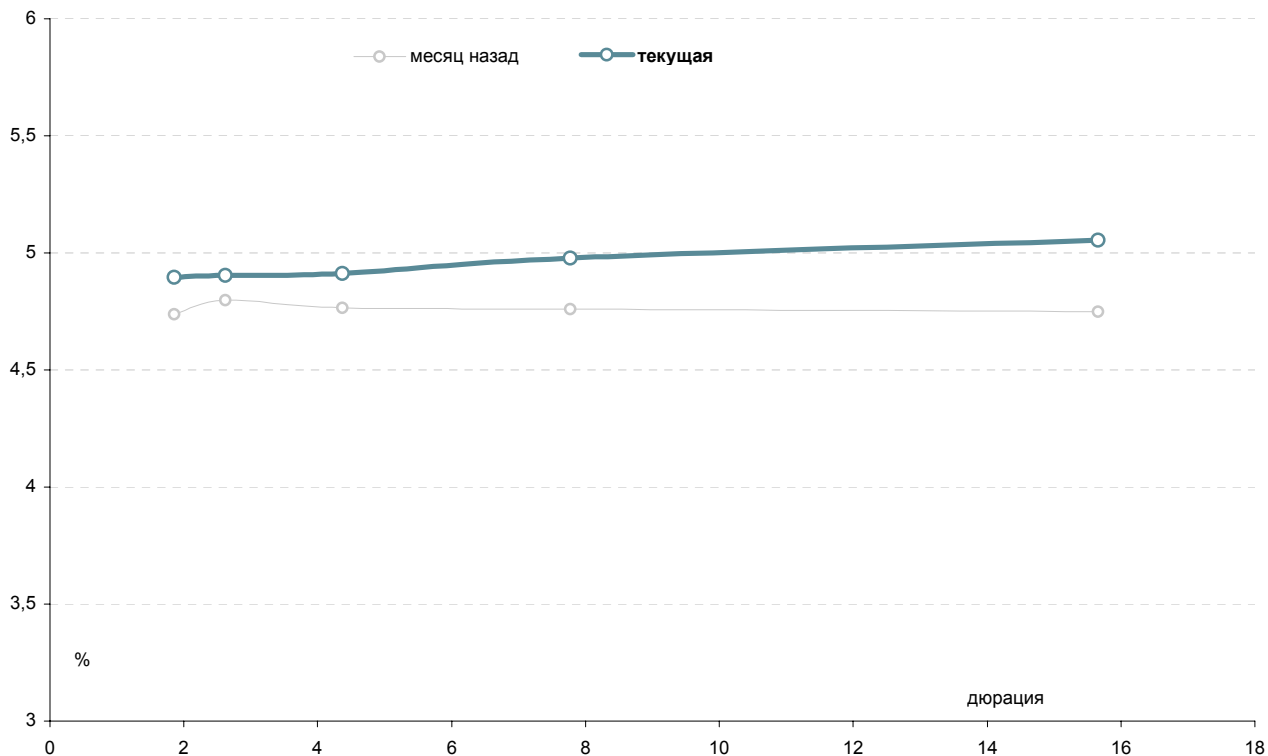
Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Газпромбанк

щие выпуски компании, которые по состоянию на 10.04.2006 г. торговались с доходностью: АЦБК-1 – 9.86% годовых к погашению в сентябре 2006 г. и АЦБК-2 – 9.76% годовых к оферте в ноябре 2006 г. Принимая во внимание необходимость премии за первичное размещение и более длинную дюрацию бумаг АЦБК-3, справедливый уровень которой, по нашим оценкам, варьируется в диапазоне 50 – 75 б.п., эффективную доходность облигаций АЦБК-3 к полуторалетней оферте мы оцениваем в размере 10.25% - 10.55% годовых.

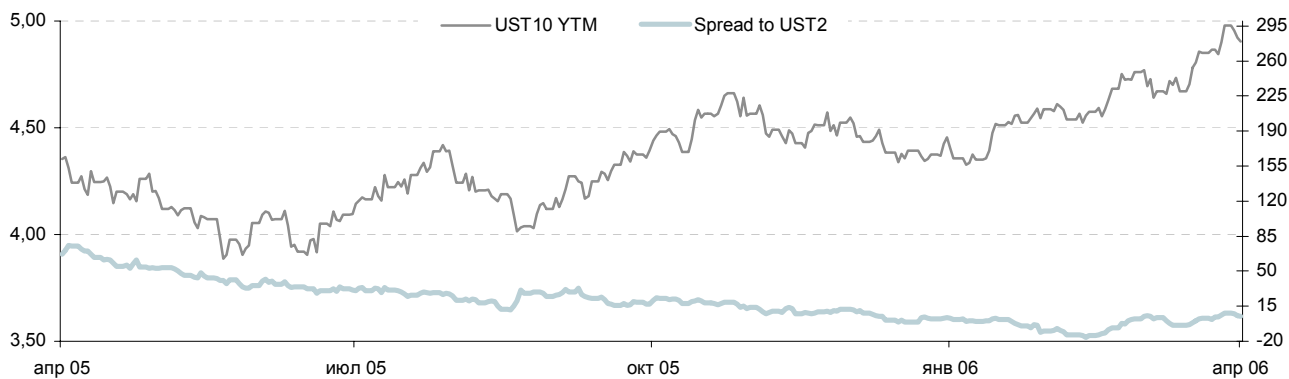
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

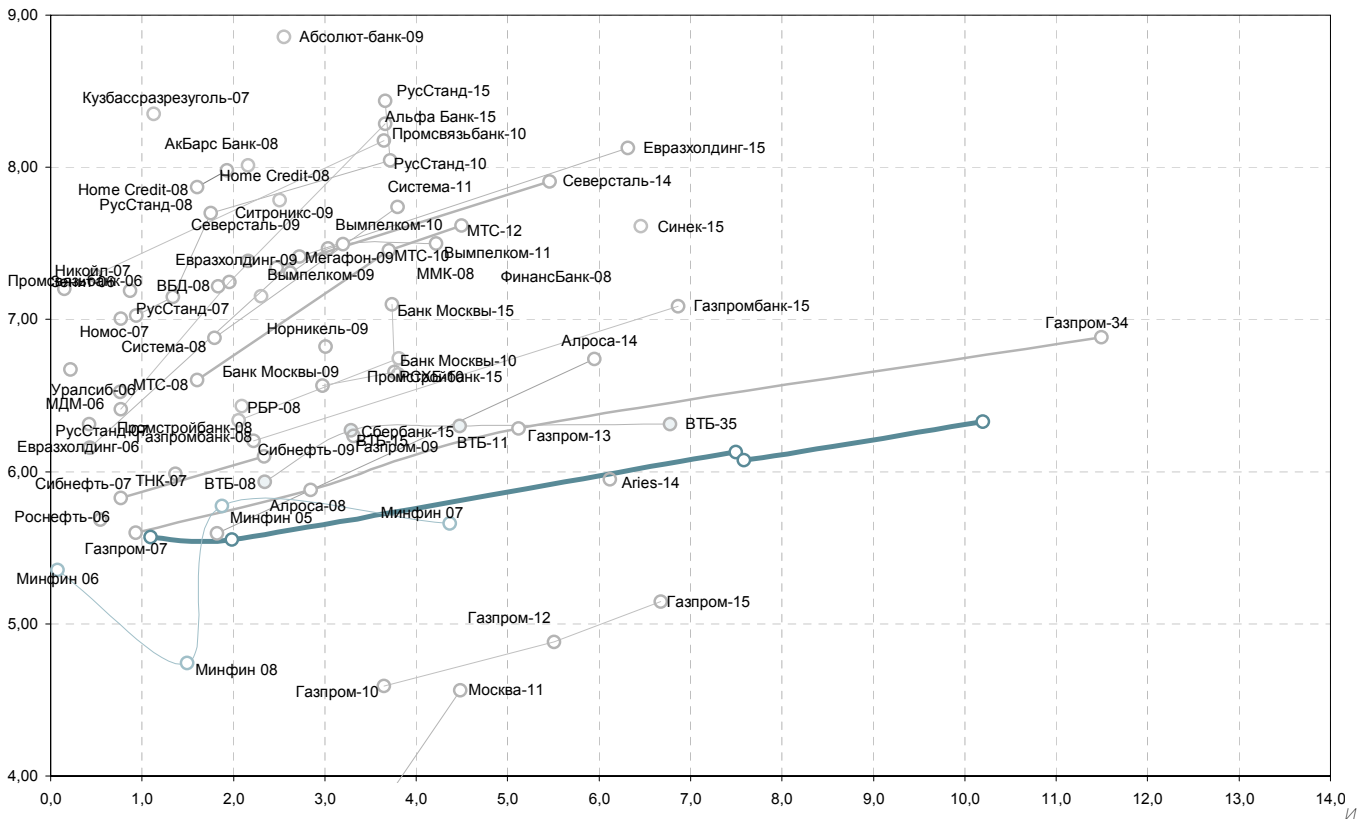
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



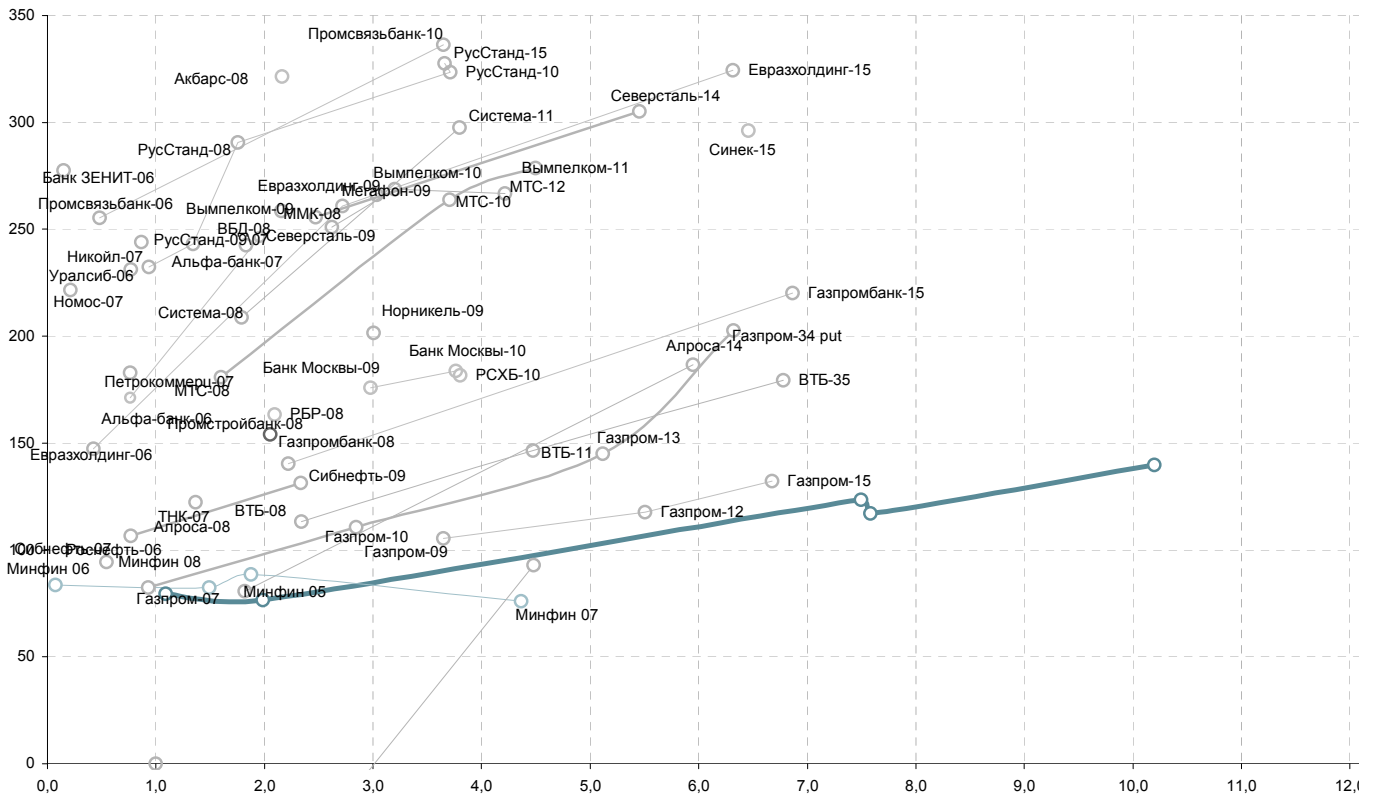
Источник: Bloomberg

Приложение 2. Еврооблигации

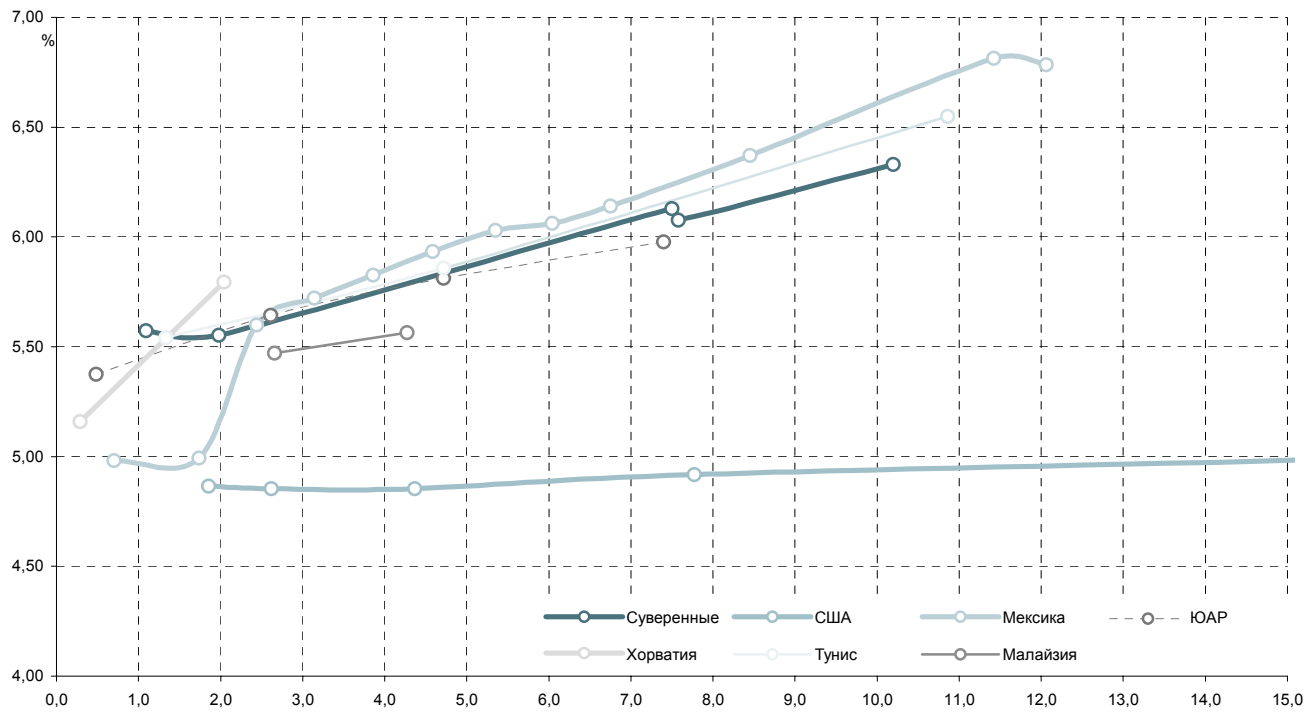
Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривая спредов российских еврооблигаций



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



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

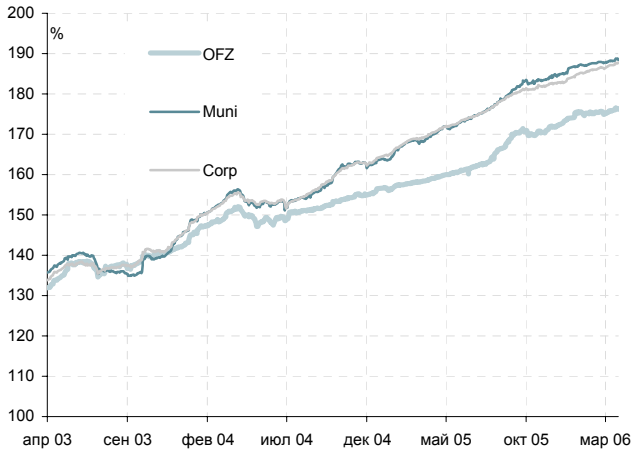
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB/BBB	104,88	105,01	5,627	1,09	75
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,25	Baa2/BBB/BBB	105,29	105,44	5,545	1,98	183
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB/BBB	141,16	141,56	6,147	7,50	122
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB/BBB	175,45	175,95	6,343	10,20	138
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB/BBB	108,48	108,63	6,086	7,58	112
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	99,81	99,82	5,421	0,07	66
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB/BBB	97,17	97,39	4,816	1,49	-5
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB/BBB	94,52	94,72	5,828	1,87	88
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	88,34	88,54	5,686	4,37	75
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB	104,44	104,57	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB	111,43	111,68	4,14	3,01	66
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB	123,86	124,11	5,968	6,12	107
Regional									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa2/BBB/BBB	100,25	100,25	0,731	0,03	-164
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2/-/BBB	108,68	108,93	4,589	4,48	93
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB+	103,34	103,45	5,653	0,93	78
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB+	114,00	114,45	5,948	2,84	110
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB+/BB+	112,19	112,59	4,639	3,65	106
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB+	117,99	118,39	6,318	5,12	144
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	104,74	105,19	5,175	6,67	133
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	104,33	104,53	6,702	8,66	177
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB+/BB /+*	121,27	121,52	6,891	11,50	191
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba2/BB	104,36	104,46	5,887	0,77	101
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba2/BB	111,26	111,56	6,156	2,34	130
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB/BB+	107,06	107,31	6,07	1,37	120
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B+	103,93	104,02	5,758	0,54	88
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	105,01	105,20	6,655	1,60	179
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	103,21	103,46	7,486	3,70	263
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	101,49	101,74	7,645	4,50	278
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	Ba3/BB	107,21	107,46	7,351	2,62	250
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	Ba3/BB	101,37	101,62	7,535	3,20	268
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	Ba3/BB	103,64	103,89	7,527	4,22	267
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B1/BB-	101,40	101,65	7,508	3,04	266
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	105,91	106,16	6,947	1,79	208
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	103,95	104,45	7,8	3,80	295
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	100,66	100,91	6,863	3,01	201
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	101,14	101,39	7,439	2,16	258
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	102,93	103,23	7,4	2,47	255
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/BB-	107,54	107,84	7,933	5,46	304
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	102,19	102,44	7,283	1,83	242
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B+	104,58	104,83	5,657	1,82	79
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B+	113,48	113,73	6,758	5,95	186
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	101,07	101,14	6,232	0,425	139
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	109,67	109,92	7,455	2,72	260
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	100,30	100,55	7,633	6,459	272
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	6,38	A2/BBB	100,59	100,70	5,544	0,02	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A3/BBB-	99,72	99,97	6,844	3,31	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	102,02	102,27	5,983	2,34	113
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	105,25	105,50	6,325	4,48	147
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A3/BBB-	99,89	100,14	7,051	3,29	146
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	98,89	99,14	6,323	6,78	148
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa1/BB	102,17	102,42	6,257	2,22	140
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa1	104,10	104,35	6,606	2,98	175
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa1	102,56	102,81	6,686	3,76	183
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	101,03	101,14	6,44	0,42	150
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B	100,23	100,27	7,328	0,15	264
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B/B	100,38	100,43	6,799	0,21	211
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B	101,44	101,64	7,132	0,77	225
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	Ba3/B	101,71	101,90	6,649	0,76	177
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	Ba3/NR	101,44	101,57	7,266	0,87	239
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	101,38	101,62	7,153	0,94	228
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,53	100,87	7,273	1,34	240
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	Ba3/B	101,42	101,49	7,368	0,48	249
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,75	Ba3/B+	104,94	105,19	8,045	2,90	327

Источник: Bloomberg

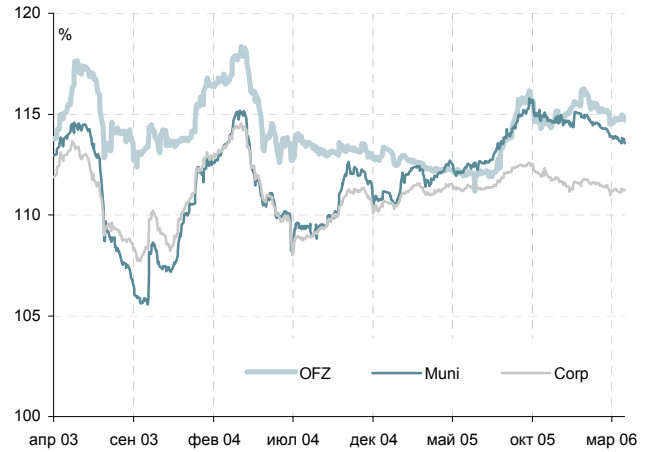
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

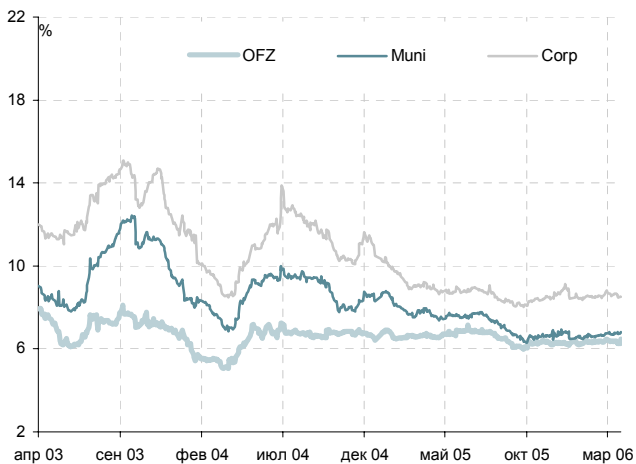
Индекс совокупного дохода



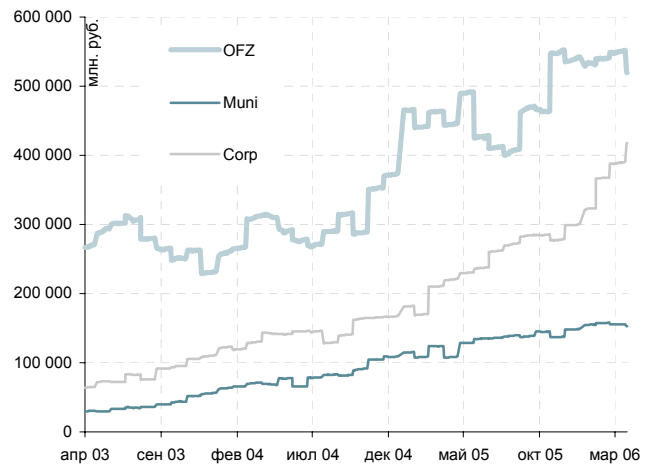
Индекс цен



Динамика доходности



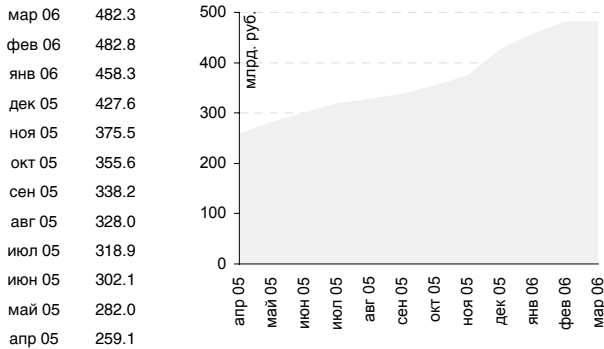
Динамика капитализации



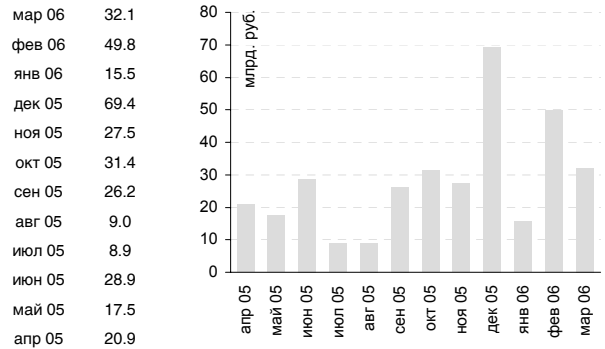
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

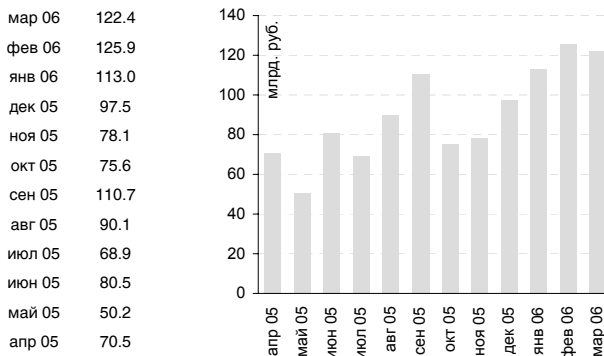
Емкость рынка*



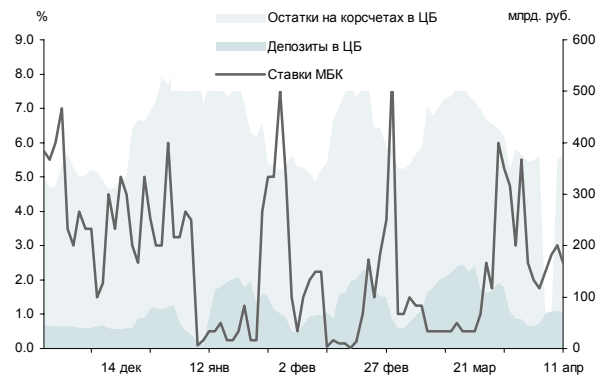
Первичные размещения



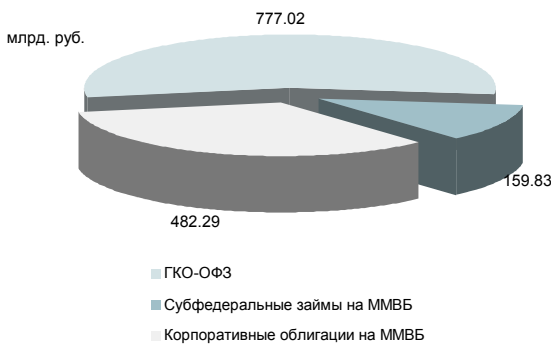
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



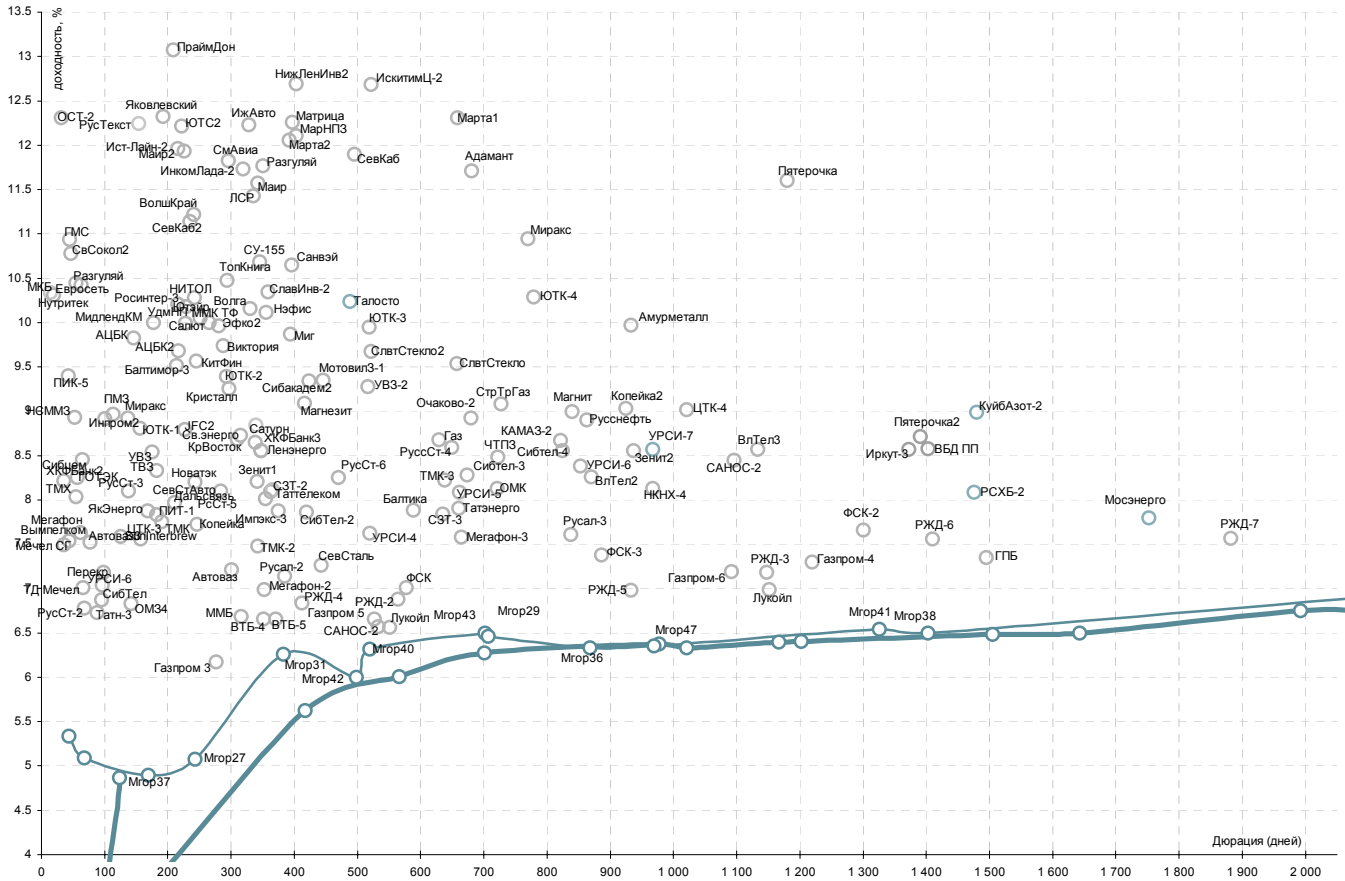
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

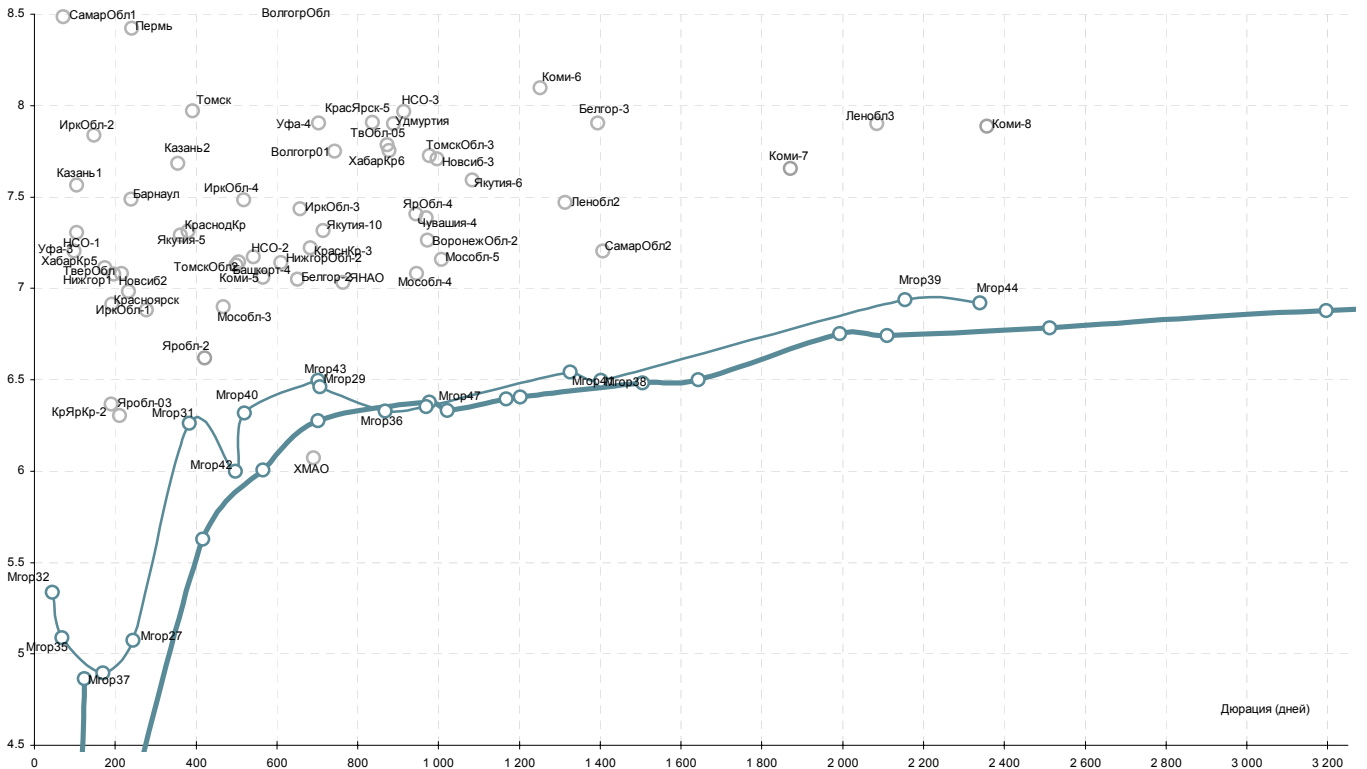
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

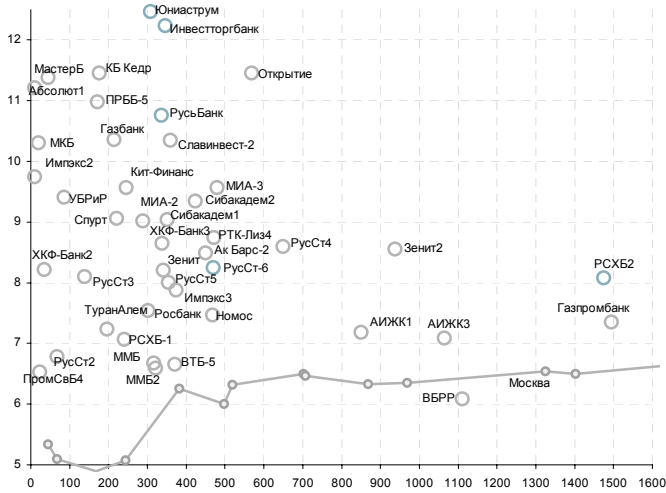


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

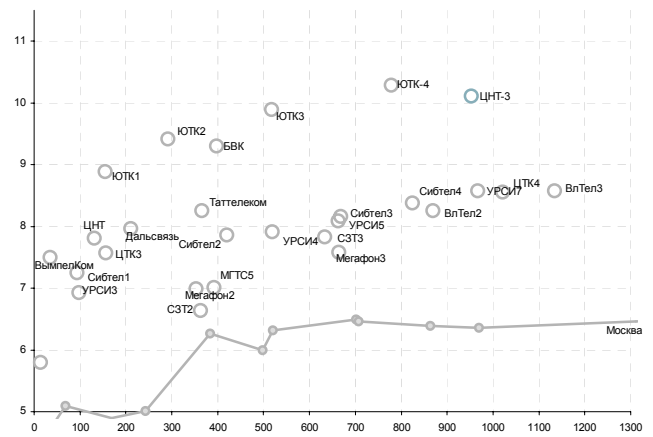


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

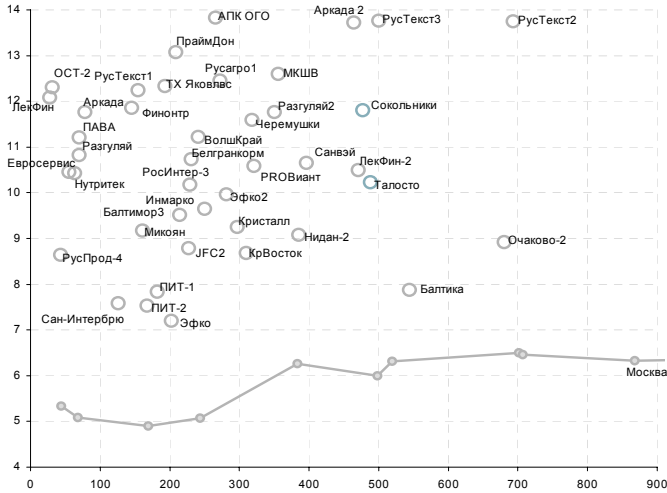
Банки, финансовые услуги



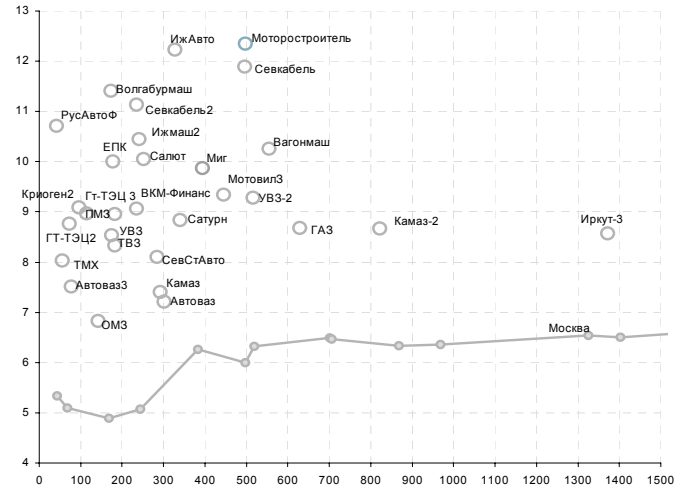
Телекоммуникации



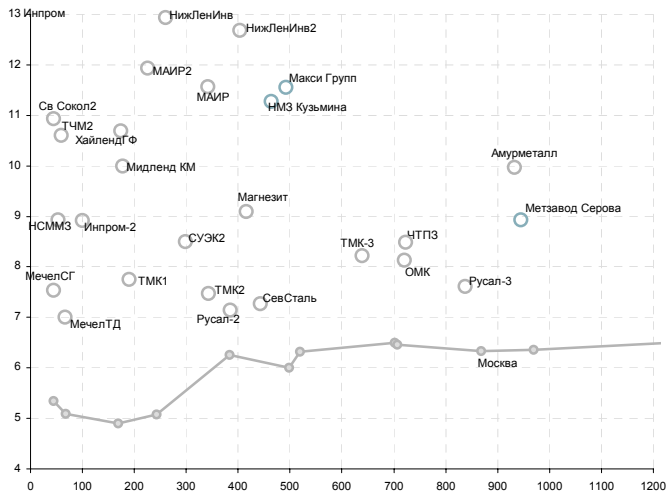
Пищевая промышленность, АПК



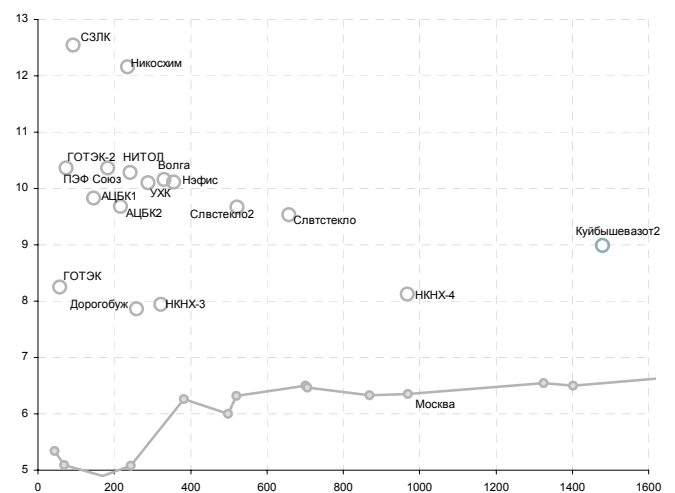
Машиностроение



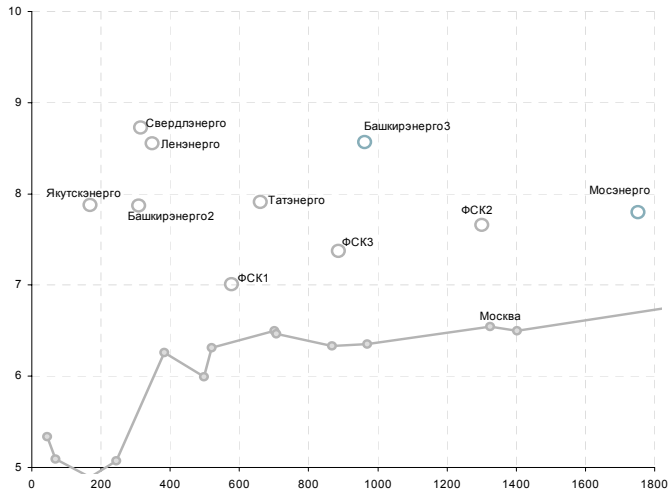
Металлургия, добывающая, трубная промышленность



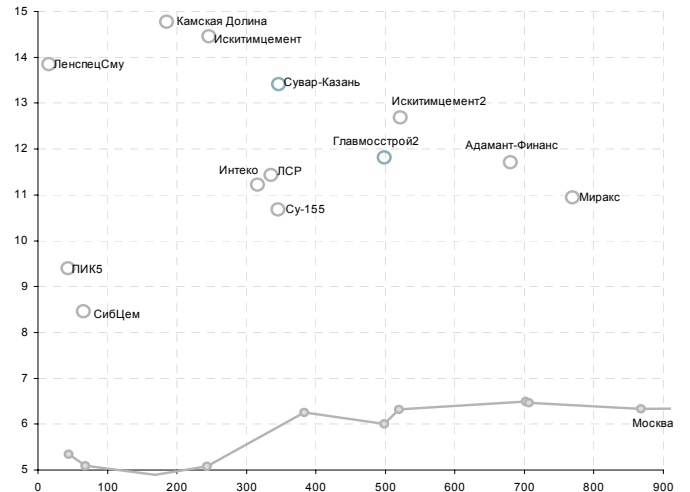
Химическая промышленность, ЛПК



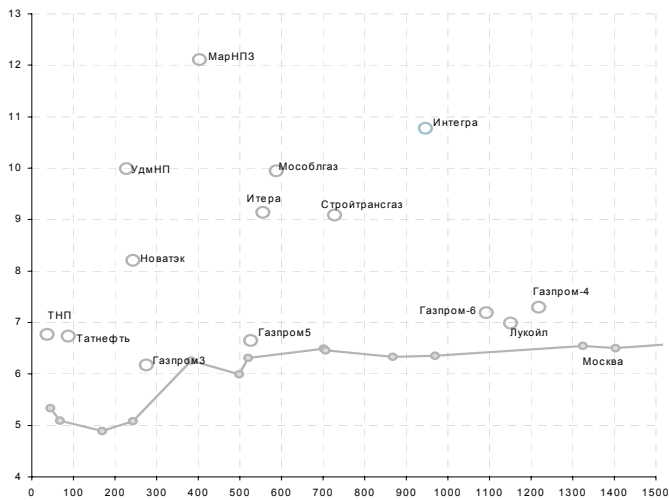
Энергетика



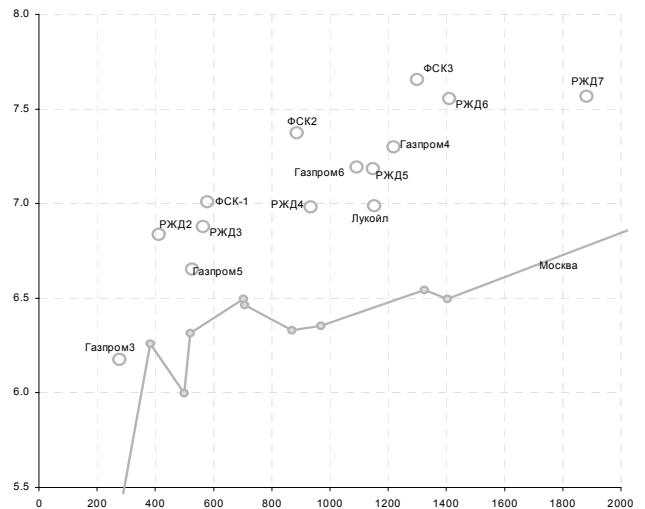
Строительство, стройматериалы



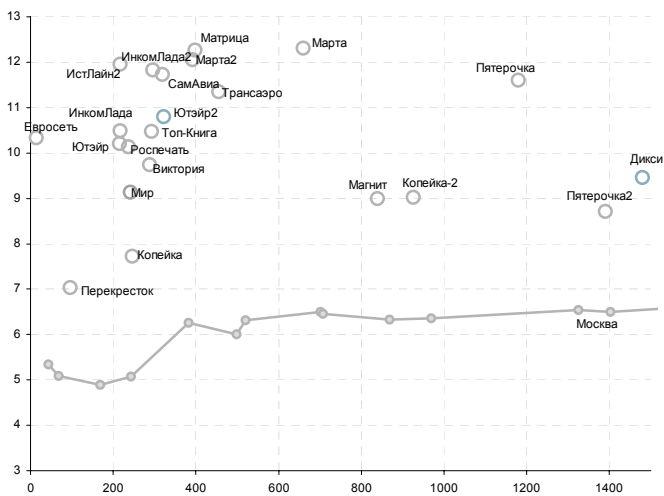
Нефтегазовая отрасль



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	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Пospelов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Еврооблигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
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.