

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

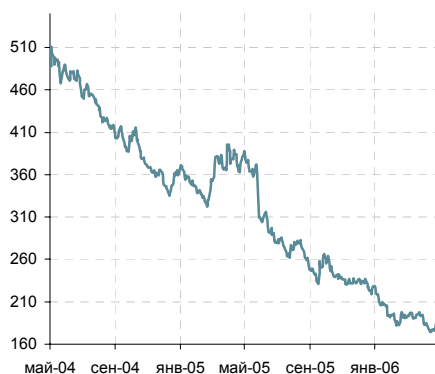
США	2
Еврооблигации России	4
Рынок рублевых облигаций	5
Первичные размещения	7
Приложение	10

Ситуация на рынке казначейских бумаг продолжает накаляться, и растущая неопределенность логически порождает высокую волатильность на рынке Treasuries. Мы полагаем, что основным для 2-летних бумаг станет диапазон 4.9-5.05%, для 10-летних - 5.05-5.2%. Хотя рост инфляционных индикаторов выступает против нас, мы по-прежнему ожидаем паузы на летнем заседании ФРС.

Учитывая отсутствие поводов для оптимизма, мы рекомендуем в российском сегменте искать возможности на коротком участке кривой. Кроме этого, мы рекомендуем внимательно следить за первичным рынком, где эмитенты вынуждены предлагать привлекательные премии за неблагоприятную конъюнктуру. В суверенном сегменте спрэд, на наш взгляд, сохранит коридор 100-110 б.п, при этом его расширения (выше 120 б.п.) могут быть использованы для открытия длинных позиций.

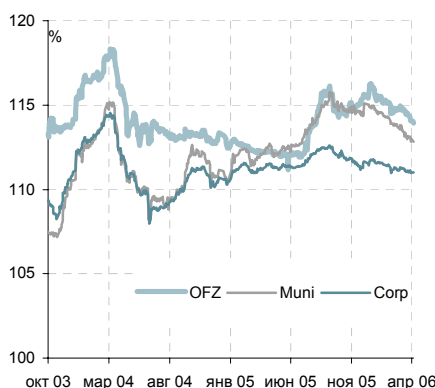
В среднесрочной перспективе внешняя конъюнктура по-прежнему представляет угрозу для внутреннего рынка: мы рекомендуем инвесторам придерживаться стратегий relative value во втором-третьем эшелонах. В частности, по-прежнему интересно смотреться выпуски Топ-Книги, Виктории, Магнита Санвэй, Группы ЛСР. На длинном отрезке дюрации потенциал роста есть у Куйбышевазота-2 и РСХБ-2.

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

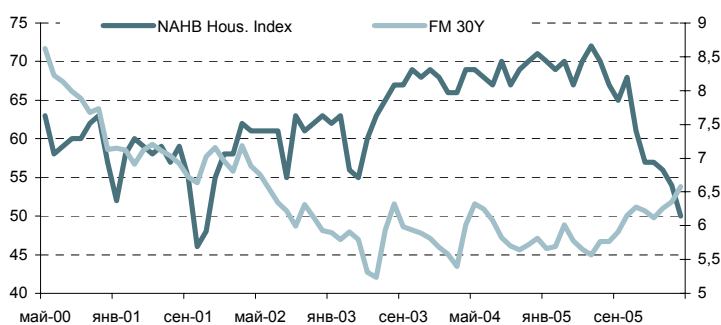
США

На протяжении второй половины апреля – первой декады мая прогнозы относительно действий регулятора оставались определяющим фактором для рынка казначейских бумаг. При этом большинство макроэкономических индикаторов, в том числе и инфляционных, говорили в пользу продолжения повышения ставки до 5.25%. Так, розничные продажи (0.6%, прогноз 0.4%), промышленное производство (0.6%, прогноз 0.5%), заказы на товары длительного пользования (6.1%, прогноз 1.8%), а также опережающие индикаторы, такие как ISM и Consumer confidence, не давали инвесторам перевести дух. При этом негатива добавляли инфляционные индикаторы: рост базовых CPI и PCE в марте составил 0.3% (ожидания 0.2%). На этом фоне вероятность повышения ставки до 5.25% выросла в конце апреля до 64%.

Вдохнуть жизнь в опустивших руки инвесторов смог никто иной, как глава ФРС Бернанке, заявивший, что регулятор может сделать паузу с целью отследить развитие ситуации при текущем уровне ставки, даже если риски будут не полностью сбалансированы. Интересно, что по истечении определенного времени в очередном выступлении Бернанке отметил, что инвесторы, вероятно, неправильно истолковали его слова. Мы неоднократно отмечали высокий уровень транспарентности, присущий формулировкам нового главы ФРС. Очевидно, что подобная смелость рано или поздно должна была сыграть злую шутку с Бернанке, и произошедшее, судя по всему, заставит его быть более осторожным в дальнейшем. Помимо Бернанке, в пользу скорого окончания повышения ставки говорила стенограмма мартовского заседания, а также выступления отдельных глав региональных ФРБ. Таким образом, инвесторы подошли к майскому заседанию с багажом противоречивой информации. С одной стороны, макроэкономический фон говорит за дальнейшее повышение ставки, с другой, ФРС все чаще дает понять, что готова притормозить уже почти двухлетний цикл ужесточения монетарной политики. Мы, как и многие участники рынка, возлагали определенные надежды на итоговый протокол, способный хоть как-то прояснить позицию ФРС. Однако регулятор отдал все на откуп макростатистике, лишь облегчив фразу о «возможной необходимости дальнейшего ужесточения» временной неопределенностью следующего повышения в зависимости от выходящих данных.

Хотя инфляционные индикаторы продолжают корректировать ожидания рынка в сторону 5.25%, мы не готовы менять свой взгляд относительно паузы в июне. Несмотря на всю позитивность макростатистики, определенные сигналы о замедлении все-таки присутствуют. Главным образом, это касается рынка недвижимости, остающегося одной из центральных тем обсуждений, что в частности отразилось и в протоколе ФРС. Строительство новых домов в марте упало на 7.8% до 1.96 млн. в годовом выражении, при этом средняя цена возводимых домов снизилась на 7%. И хотя продажи жилья на вторичном рынке в марте выросли, стоит вспомнить, что в основном данный показатель отражает контракты предыдущего месяца. Если же говорить об апрельском раскладе сил, то пока дела выглядят более пасмурно. NAHB Housing market Index, отражающий настроения строителей относительно текущего состояния рынка и их ожидания на ближайшие полгода, снизился с 54 п. до минимального с 2001 года уровня 50 п. (прогноз 55 п.) - пограничного значения между положительными и отрицательными оценками.

Динамика NAHB Index и 30-летней ипотечной ставки Freddie Mac



Источник: Bloomberg

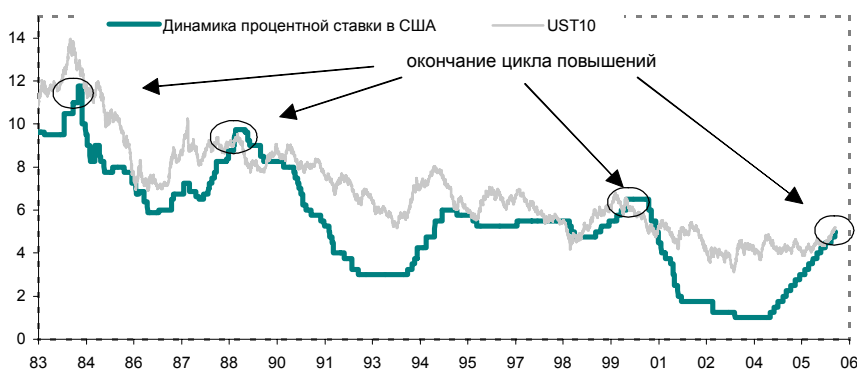
Прежде всего, это связано с продолжающимся ростом ипотечных ставок. В мартовском обзоре мы писали о том, что ипотечные ставки вслед за общей тенденцией процентных ставок демонстрируют рост, и, исходя из исторических значений спреда к UST10 (160-170 б.п.) мы предполагали достижение ими уровня 6.6-6.7%. Так, с марта 30-летняя ипотечная ставка Freddie Mac выросла на 40 б.п. до 6.6%. Как следствие, рынок недвижимости начинает демонстрировать отдельные признаки замедления, и пока оно достаточно плавное. Однако неизвестно сможет ли строительный сектор выдержать Fed rate выше 5%, но, оче-

видно, что вероятность резкого обвала значительно возрастет.

Таким образом, оценка ситуации на данный момент полностью поменялась. Если раньше ФРС повышала ставку, поскольку экономике ничего не угрожало, даже если инфляционные ожидания были низкими, то сейчас, в ситуации, когда экономический рост пусть плавно, но замедляется, главная проблема - ускорение инфляции, и, очевидно, что при появлении сигналов к ее решению ФРС даст инвесторам передышку. В этой связи основное внимание инвесторов, безусловно, будет приковано к инфляционной статистике апреля, выходящей в середине месяца. Что же касается действий регулятора во втором полугодии, то, естественно, неопределенность здесь еще выше, но, предполагая постепенное замедление экономики, вряд ли стоит говорить о возобновлении цикла: вероятнее всего регулятор будет выдерживать паузу, проводя затем точечную поднастройку.

Сохранявшийся на протяжении всего периода негативный фон привел к росту доходностей 2-летних Treasuries до 5%, 10-летних - до 5.2%. Тем самым, короткий участок достиг верхней границы отведенного нами диапазона (4.9-5%), а средний участок ее преодолел (5-5.1%). Будет ли дальнейший рост доходностей казначейских бумаг? Мы не исключаем подобного варианта, однако, на наш взгляд, он весьма ограничен.

Поскольку сейчас основные ожидания связаны с одним повышением, можно считать уровень 5.25% локальным максимумом по ставке, а исторически на последнем повышении доходность UST10 торговалась с нулевой премией к ставке.



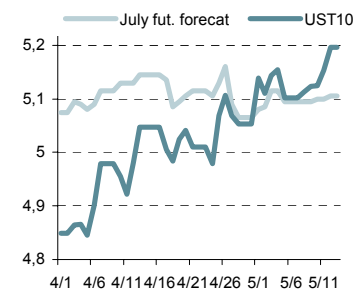
Источник: Bloomberg

Насколько высока вероятность повышения ставки до 5.25%, инвесторы обычно оценивают исходя из доходностей срочного рынка. Однако, на наш взгляд, его текущее состояние значительно занижает реалии. Так с начала мая вероятность повышения ставки до 5.25%, согласно июльскому фьючерсу, остается на уровне 40%, в то время как доходность по 10-летним бумагам на фоне заседания ФРС и экономических релизов выросла на 10 б.п. В связи с этим мы предлагаем рассматривать изменение доходности UST10 как изменение вероятности повышения ставки до 5.25%. Поскольку ситуация вплоть до конца июня будет оставаться достаточно спорной, вряд ли вероятность достигнет предельных значений, и, скорее всего, диапазон колебаний останется широким 20-80%, что соответствует доходности 5.05-5.2%. Исходя из того, что в последнее время спред между короткими и средними Treasuries в среднем составляет порядка 15 б.п., мы ожидаем доходность UST2 в коридоре 4.9-5.05%.

Помимо возрастающих инфляционных ожиданий, технические факторы также не способствуют улучшению ситуации. Муссирующиеся рынком спекуляции относительно снижения аппетита к американским активам усиливаются на фоне падения доллара на валютном рынке: с середины апреля упал по отношению к евро с 1.21 до 1.29. Поскольку данные о вложениях нерезидентов публикуются с полуторамесячным лагом, судить об аппетитах можно лишь исходя из проводящихся аукционов, но они дают смешанное представление. В частности, на размещении 2-летних и 5-летних бумаг наблюдалось снижение доли нерезидентов, в то время как на аукционах 3-летних и 10-летних бумаг отмечался ее рост. Тем не менее, в среднесрочной перспективе эффект от необходимости США увеличивать заимствования для покрытия рекордного дефицита может оказать негативное влияние на доходности казначейских бумаг.

Итак, ситуация на рынке казначейских бумаг продолжает накаляться, и растущая неопределенность логически порождает высокую волатильность на рынке Treasuries. Мы полагаем, что основным для 2-летних бумаг станет диапазон 4.9-5.05%, для 10-летних - 5.05-5.2%. Хотя рост инфляционных индикаторов выступает против нас, мы по-прежнему ожидаем паузы на летнем заседании ФРС.

Динамика доходности UST10 и июльского фьючерса на ставку



Источник: Bloomberg

Еврооблигации России

Безостановочный рост доходностей на рынке базовых активов не прошел бесследно для развивающихся рынков. Портфель, составленный на основе индекса EMBIG, принес инвесторам совокупный убыток 5.5% годовых, при этом спрэд EMBIG сузился на 10 б.п. до 180 б.п., достигая в течение месяца исторического минимума 176 б.п.

Российский сегмент продолжал четко следовать за базовыми активами, и суверенный спрэд по итогам месяца не изменился, прочно закрепившись в коридоре 100-110 б.п. Россия-30 снизилась в течение месяца на 100 б.п. до 107% (YTM 6.29%), а портфель, составленный на основе EMBIG Russia, принес инвесторам убыток в размере 15% годовых. Главная тема, которая могла бы оказать поддержку – переговоры с Парижским клубом. В начале мая было распространено сообщение о том, что Парижский клуб приветствует досрочное погашение Россией долга в размере \$22 млрд. Напомним, что сначала речь шла о сумме \$12 млрд., однако инициатива Путина на встрече с канцлером Германии о погашении всего долга, судя по всему, нашла общее понимание. Тем не менее, мы скептически относимся к возможности погашения той части долга, которую представляют собой Aries. Как заявил министр финансов Германии, имеет смысл говорить о досрочном погашении только в случае соответствующей компенсации. На наш взгляд, России нет особого смысла выплачивать премию за погашение Aries, поскольку текущий уровень долговой нагрузки порядка 10-12% ВВП и без того является достаточно низким, и его уменьшение на сумму секьюритизированного долга не имеет практического смысла. Тем более, с момента выпуска данных бумаг инвесторы изменили отношение к российскому риску в позитивную сторону, и наличие на рынке Aries не вызывает тех отрицательных эмоций, которые присутствовали при размещении. Так или иначе, окончательное решение Парижский клуб примет в июне на своем заседании, а выплаты, в случае положительного решения, будут произведены в июле-августе. Именно тогда, мы ожидаем сужения российского спрэда до исторических минимумов (80 б.п.). Пока же, принимая во внимание высокую волатильность базовых активов, мы полагаем, что спрэд сохранит за собой диапазон 100-110 б.п. При этом, в случае значительного расширения спрэда (выше 120 б.п.), его покупка в среднесрочной перспективе выглядит инвестиционно привлекательной.

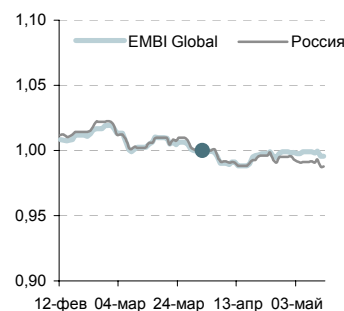
В корпоративном секторе активность инвесторов на протяжении всего месяца была достаточно низкой, и всплески были связаны с новостями по отдельным эмитентам. Портфель на основе индекса RUBI принес инвесторам около 4% годовых, а аутсайдером вновь стал Газпром-34, снизившийся на 130 б.п. до 119.3% (total return -8% годовых). Лучшее рынка выглядели телекоммуникационные бумаги (10.7% годовых). Катализатором роста в секторе выступил Вымпелком, предложивший 10-летний выпуск, частично заместив им на весьма привлекательных условиях обращающийся Вымпелком-09. Размещение практически совпало с заявлением представителя Telenor о согласии продать Вымпелкому долю в Киевстар на условиях, предложенных Altimo. Таким образом, затянувшийся конфликт между акционерами, судя по всему, разрешится постепенным выходом Telenor из состава акционеров обоих операторов, что в принципе ожидаемо рынком - «Боливар не выдержит двоих». Total return по Вымпелкому-09, Вымпелкому-10 и Вымпелкому-11 составила 15.6%, 14% и 10.4% годовых соответственно. Тем не менее, мы не ожидаем дальнейшего роста обращающихся еврооблигаций Вымпелкома. Во-первых, мы считаем, что текущие уровни справедливо оценивают кредитное качество компании. Во-вторых, сумма в \$5 млрд. за Киевстар даже при частичной оплате акциями потребует увеличения заимствований, что, скорее всего, отразится на увеличении предложения еврооблигаций компании.

В конце апреля Северсталь и Евразхолдинг одновременно представили финансовые результаты 2005 года по МСФО. Мы, положительно оценивая итоги прошлого года и улучшение ситуации на мировых рынках металлов, рекомендовали к покупке длинные еврооблигации Северсталь-14 (total return 15.6% годовых) и Евразхолдинг-15 (8.25% годовых). Однако майское ухудшение конъюнктуры, похоже, отодвигает сроки реализации целевых уровней, в связи с чем мы рекомендуем временно воздержаться от вложений в длинные бумаги.

Первичный рынок в текущем месяце стал постепенно выходить из спячки: помимо Вымпелкома, несколько банков предложили инвесторам свои еврооблигации. Из состоявшихся размещений наибольший ажиотаж вызвал 7-летний выпуск Россельхозбанка объемом \$700 млн. (спрос \$2.8 млрд.), в связи с чем сложившаяся на аукционе доходность (YTM 7.175%) оказалась на 10 б.п. ниже первоначального ориентира. Мы оценивали справедливую доходность на уровне 7-7.1%, и текущий уровень 7.15% предоставляется мало привлекательным для покупки. Гораздо интереснее, на наш взгляд, выглядит новый выпуск Банка Москвы-13 (Ваа1/ВВВ-, YTM 8.3%), который, исходя из кривой доходности, должен торговаться с РСХБ-13 на одном уровне.

В целом, учитывая отсутствие поводов для оптимизма, мы рекомендуем искать возможности на коротком участке кривой, где, на наш взгляд, по-прежнему привлекательно выглядят бумаги ГК Норникеля-09, Абсолют-банка-09 и Ситроникса-09. Кроме того, мы рекомендуем внимательно следить за первичным рынком, где эмитенты вынуждены предлагать привлекательные премии за неблагоприятную конъюнктуру.

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	-0,5%	178	-13
Argentina	-0,3%	320	-24
Brazil	-0,5%	220	-12
Bulgaria	-0,8%	80	-3
Chile	-0,7%	73	0
China	-0,6%	63	-5
Columbia	-0,9%	168	-6
Ecuador	1,7%	440	-63
Hungary	-1,3%	74	-1
Malaysia	-0,8%	86	0
Mexico	-0,8%	134	-6
Morocco	0,7%	74	-13
Nigeria	0,4%	215	-44
Peru	2,2%	184	-42
Philippines	0,6%	206	-27
Poland	-0,7%	57	-7
Russia	-1,2%	105	0
South Africa	-0,3%	81	-4
Turkey	-1,4%	185	3
Ukraine	0,3%	188	-10
Uruguay	-1,0%	221	-2
Venezuela	-0,5%	170	-20

Источник: J.P. Morgan

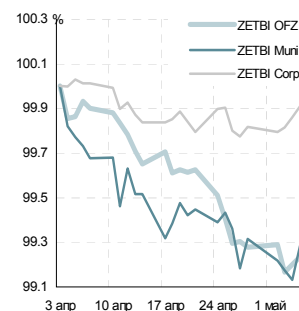
Рынок рублевых облигаций

В апреле российский долговой рынок продолжил движение в кильватере внешних факторов, главным из которых осталась динамика базовых активов. Последняя вновь не внушала особого оптимизма: доходность UST10 с начала апреля выросла почти на 30 б.п., доходности России 30 прибавила более 20 б.п. В таких условиях вряд ли стоило ожидать высоких результатов от рублевых бумаг. И все же, в конце апреля - начале мая внутренний рынок смог частично восстановить утраченные позиции, воспользовавшись восстановлением денежного рынка после очередного периода налоговых платежей, а, главное, рекордными темпами укрепления курса рубля. Следуя за динамикой пары евро/доллар, курс доллара к рублю с начала апреля потерял 2.3%, обновив шестилетний минимум и вплотную приблизившись к отметке 27 руб./долл.

В итоге в наиболее ликвидном корпоративном сегменте доходности голубых фишек по сравнению с уровнями начала апреля почти не изменились: ценовые индексы ZETBI Corp и ZETBI Corp 10 снизились всего на 7 б.п. и 1 б.п. соответственно. В госбумагах и субфедеральном сегменте снижение было гораздо более заметным – ценовые индексы ZETBI Muni и ZETBI OFZ снизились в пределах 55-62 б.п. В то же время, столь существенная разница в поведении индексов в значительной степени объясняется крайне низкой ликвидностью в ОФЗ и субфедеральных сериях в апреле.

Характерной чертой прошлого месяца в корпоративном сегменте стал продолжившийся процесс сужения спредов во втором – третьем эшелоне: под давлением внешнего негатива приоритеты инвесторов явно складывались в пользу защитных стратегий в бумагах короткой и средней дюрации. В частности, в лидерах по доходности за период в апреле – мае оказались выпуски ЮТК-3 и ЮТК-4, принесшие инвесторам 25.3% - 25.4% годовых: премия ЮТК-3 с 10 апреля (возобновление вторичных торгов после оферты) к кривой Сибирьтелекома сузилась с 200-210 б.п. до 130-140 б.п., премия ЮТК-4 – с 235 б.п. (начало апреля) до 140 б.п. Мы полагаем, что достигнутые уровни спреда адекватно отражают худшее среди всех компаний связи кредитное качество: дальнейшее сокращение премии возможно только в случае его существенного улучшения, что пока вряд ли возможно.

Динамика ценовых индексов ZETBI в апреле – начале мая



Источник: Банк ЗЕНИТ

Государственные облигации - лидеры по доходности за период 01.04.06 – 05.05.06:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
SU25058RMFS7	0.39	4.03
SU27025RMFS4	0.32	3.26
SU26198RMFS0	0.23	2.39
SU25057RMFS9	0.12	1.18
SU46001RMFS2	0.05	0.52
SU46014RMFS5	-0.16	-1.55
SU25059RMFS5	-0.26	-2.74
SU25060RMFS3	-0.30	-3.17
SU46018RMFS6	-0.35	-3.31
SU46002RMFS0	-0.41	-3.78

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Субфедеральные облигации - лидеры по доходности за период 01.04.06 – 05.05.06:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
КОМИ 5в об	3.31	31.88
Новсиб 3об	2.55	23.03
КОМИ 8в об	1.44	15.06
НижегорОбл1	1.46	14.68
КостромОб4	1.45	14.00
КраснЯрКр2	1.35	13.49
ВоронежОб2	1.41	12.44
Томск.об-2	1.19	11.36
Чувашия-04	1.01	9.28
КрасЯрск05	0.79	8.08

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные облигации - лидеры по доходности за период 01.04.06 – 05.05.06:

Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
ЭйрЮнион01	2.54	26.34
ЮТК-03 об.	2.60	25.40
ЮТК-04 об.	2.44	25.28
ОГО-агро-1	2.35	22.53
ПРББ-5	2.13	21.20
МиГ-Ф обл.	2.11	21.15
Мособлгас1	1.82	18.24
Ижмаш 02	1.79	17.71
ТрансаэрФ	1.73	17.63
СевКаб 02	1.68	17.45

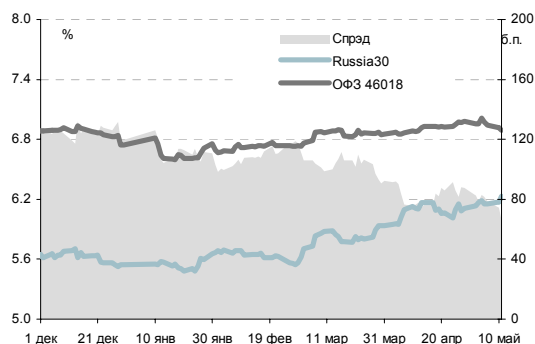
Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Как минимум до конца месяца мы не ждем существенных изменений в сложившейся картине на рынке рублевого долга. Недавнее заседание ФРС не реализовало витавшие в воздухе надежды на сигналы скорых пауз, и динамика базовых активов в среднесрочной перспективе, скорее всего, сохранит довольно высокую волатильность, реагируя на выходящую макростатистику. Как следствие, настроения инвесторов в рублевые бумаги по-прежнему будут формироваться под негативным прессингом со стороны внешней конъюнктуры, хотя это давление, вероятно, и будет сглаживаться позитивным развитием событий на валютном рынке, где укрепляется тренд на снижение курса доллара.

Помимо непосредственного роста национальной валюты, инвесторы в рублевые бумаги в мае получили еще один потенциальный фактор поддержки, связанный с курсом рубля: президент Путин в своем послании федеральному собранию обозначил новые сроки по снятию формальных барьеров, отдаляющих рубль от понятия «свободно конвертируемый», передвинув их на 1 июля текущего года. Формально для этого необходимо устранить все ограничения, накладываемые на валютные операции, в том числе обязательное резервирование нерезидентами средств в размере 7.5% от суммы инвестиций на год при покупке ОФЗ и 1% - при покупке субфедеральных и корпоративных бумаг. С точки зрения улучшения общего инвестиционного климата, снятие ограничений, безусловно, является шагом вперед. Однако стоит отметить, что это, очевидно, не единственная преграда, препятствующая росту интереса наиболее крупных и консервативных западных инвесторов к рос-

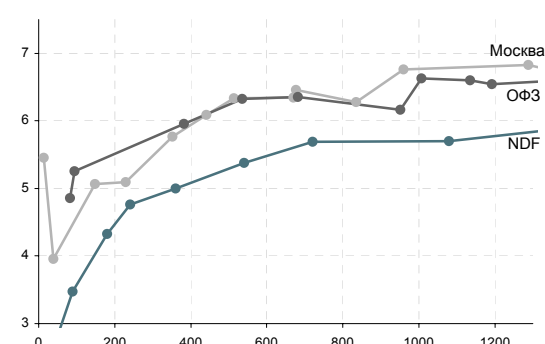
сийским активам, в том числе ОФЗ – достаточно вспомнить срочный рынок, находящийся в России на зачаточной стадии, а значит не позволяющий эффективно хеджировать риски. Кроме того, даже если и предположить, что снятие барьеров действительно привлечет новых инвесторов в долговые бумаги, потенциал снижения доходности на коротком и среднем участке кривой ограничивается текущим уровнем доходностей NDF контрактов на USD/RUB, ретранслирующих растущую стоимость денег в мировой экономике. В настоящий момент спрэд между доходностями ОФЗ и NDF в среднем колеблется в пределах 50-80 б.п., что, по всей видимости, не оставляет пространства для существенного снижения ставок рублевых бумаг.

Спрэд ОФЗ 46018 и Russia 30:



Источник: Bloomberg, ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Кривые доходности ОФЗ, Москвы и вмененная доходность NDF на USD/RUB



Источник: Reuters, ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Спекулятивный спрос возможен на дальнем отрезке кривой ОФЗ, где определяющим является спрэд к суверенным еврооблигациям. В то же время, мы полагаем, что поводов для эйфории у инвесторов пока нет: как и в случае с госбумагами и доходностями NDF, возможный потенциал сокращения спрэда к евробондам сейчас является довольно скромным. В частности, в результате недавнего снижения доходности ОФЗ 46018 и продолжающегося роста доходности России 30 спрэд между двумя выпусками уже сузился до 51 б.п., что более чем вдвое ниже уровня начала года (120 б.п.). Более вероятным периодом для притока спекулятивных денег в рублевые выпуски длинной дюрации представляется второе полугодие, когда новое пространство для сокращения разрыва между рублевыми и валютными ставками может создать ожидаемое нами сужение суверенного спрэда России к Treasuries после завершения выплат Парижскому клубу и повышения страновых рейтингов.

Таким образом, в среднесрочной перспективе внешняя конъюнктура по-прежнему представляет угрозу для внутреннего рынка, и мы рекомендуем инвесторам придерживаться стратегий relative value во втором-третьем эшелонах. В частности, по-прежнему интересно смотрятся выпуски Группы ЛСР (завышенный спрэд к другим строителям ПИК-5 и СУ-155), Санвэй (премия к JFC-2 порядка 100 б.п., справедливая с точки зрения кредитного качества – порядка 70 б.п.). Потенциал роста сохраняют некоторые ритейлеры второго эшелона, недооцененные относительно выпусков более крупных торговых сетей - Пятерочки и Копейки: Виктория, Топ-Книга и Магнит.

На длинном отрезке дюрации мы отмечаем выпуск Куйбышевазота-2, имеющий потенциал снижения премии по доходности к САНОС-2 до 30 б.п. (сейчас 44 б.п.), что соответствует доходности 8.75% годовых: потенциальный upside по цене с текущих уровней составляет около 60 б.п. Кроме того, рекомендуем обратить внимание на облигации РСХБ-2, торгующиеся с завышенной премией к валютному выпуску РСХБ-10 (порядка 120 б.п.), а также к выпуску Газпромбанка, имеющего аналогичный кредитный рейтинг (35 б.п.).

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / oferty	Доходность к погашению / офферте, % годовых	Прогноз организатора	Прогноз Банка ЗЕНИТ	Организатор/Синдикат по размещению
13 апр	Дикая Орхидея	1 000	3 года / 1 год	- / 11.79%	10.5% - 10.6% + 100 б.п.	11.75% - 12%	Банк Союз / БК Регион, ИК Тройка Диалог, МДМ-Банк, Промсвязьбанк, Алор Инвест, МБРР, Номос-Банк, КБ Рублев, Сургутнефтегазбанк, ФК Уралсиб, Ханты-Мансийский Банк
13 апр	Лаверна	1 000	3 года / 1 год	- / 11.57%	11.75% - 12%	11.3% - 11.5%	Уралсиб / Сбербанк, Банк ЗЕНИТ, Международный банк Санкт-Петербурга, ММБ, Промышленно-строительный банк, ИК РФЦ, Банк Солидарность
19 апр	Российские коммунальные системы	1 500	3 года / 1.5 года	- / 9.94%	9.73% - 10.04%	10.25% - 10.5%	Газпромбанк / ИГ Регион, Ак Барс Банк, Меткомбанк, ИФК Алемар, АКБ Спурт, ФК Уралсиб, ИК Русс-Инвест
20 апр	АЦБК-Инвест-3	1 500	5 лет / 1.5 года	- / 10.33%	9.84% - 10.38%	10.25% - 10.55%	Газпромбанк / ПСБ, Сибкадембанк, Ак Барс Банк, ИГ Капитал, ИК Тройка Диалог, Сургутнефтегазбанк
25 апр	Русский Международный Банк	1 000	3 года / 1 год	- / 10.77%	н/д	-	Росбанк / Номос-Банк, Банк Система, Банк Союз, Экспобанк, Промсвязьбанк
26 апр	АрнестФинанс	600	3 года / 1 год / 2 года	- / 10.57%	~ 12%	-	Уралсиб / Еврофинанс Моснарбанк, ИК Русс-Инвест, ИФК Солид
26 апр	Синергия	1 000	3 года / 1.5 года	- / 10.99%	11%	-	Росбанк / ИК Тройка Диалог, АК Барс Банк, Банк ЗЕНИТ, Северо-Западный Инвестиционный центр, ИК Русс-Инвест, КБ Экспобанк, КБ Агроимпульс
27 апр	Акибанк	600	3 года / 1 год	13.02%	12.5% - 13.0%	12.5% - 12.7%	МДМ-Банк, Банк ЗЕНИТ / ИмлэксБанк, ИБ Веста, ИК Регион
27 апр	ЕБРР-2	5 000	5 лет	-	н/д	-	ЕБРР, Райффайзенбанк, Сити Банк / JP Morgan, АБН АМРО Банк, ING, West LB, Коммерцбанк, Газпромбанк, Внешторгбанк
27 апр	Уралвнешторгбанк	1 500	2 года / 1 год	- / 10.65%	10.4% - 10.9%	-	Банк Москвы, Сибкадембанк / ИК Алемар, Инвестсбербанк, Номос-Банк, Банк Веста, Банк Кедр, ИК Регион, ИК РФЦ, РНКБ, Социальный Городской Банк, Татфондбанк
27 апр - 3 мая	ИК Элемтэ-2	600	4 года / 1 год / 2 года	- / 10.04%	н/д	-	ВТБ Розничные услуги /

Предстоящие размещения

18 мая на рынок рублевого долга выйдет еще один региональный ритейлер: дебютный займ на 1 млрд. рублей планирует разместить уральская торговая сеть Монетка. Срок до погашения облигаций – 3 года, с офертой через 1.5 года.

Монетка объединяет в своем составе 43 магазина, в том числе 38 в формате дискаунтер (47% продаж) и 5 супермаркетов «Монетка-Супер» (53% продаж). В региональном разрезе почти 60% оборота приходится на Екатеринбург, кроме того, сеть представлена в таких крупных городах региона, как Тюмень (11% оборота), Нижний Тагил (9%), Уфа (6%).

Монетка - третья по величине локальная сеть в Уральском ФО, на долю которого приходится порядка 9% российского розничного оборота. При этом, розничные рынки Урала и Башкирии являются одними из наиболее динамично растущих в России. Этот факт не мог остаться без внимания крупных федеральных ритейлеров, для которых основные перспективы роста лежат за пределами высококонкурентных и близких к насыщению рынков Москвы и Санкт-Петербурга: в УФО уже представлены Пятерочка (91 магазин в регионе), Дикси (27 магазинов) и Магнит (6 магазинов). Растущее внимание крупных игроков к региональным рынкам, с одной стороны, создает определенные риски для местных сетей. С другой, наиболее распространенным путем вхождения на рынок является покупка крупными ритейлерами более мелких, что, очевидно, является позитивным для кредитного качества последних.

Оценивая финансовое состояние эмитента, мы обращаем внимание на риски, связанные с невысокой прозрачностью и структурой самого выпуска. Компания предоставляет лишь управленческую отчетность за 2005 год, причем данные отчетности не очищены от НДС, что несколько затрудняет ее сравнение с отраслевыми аналогами. При этом, в РСБУ отчетности одного из поручителей по займу, ООО «Элемент-Трейд», отражается выручка порядка 111 млн. долл. при общем обороте по управленческой отчетности 175 млн. долл.: компания консолидирует потоки только 32 магазинов из 43. Похожая ситуация и с внеоборотными активами, сумма которых на балансе ООО «Мега-Инвест» значительно ниже приведенной в управленческих данных. Еще одним моментом в отчетности, вызывающим вопросы, является политика учета издержек на открытие новых магазинов, которые эмитент полностью капитализирует: таким образом, отражаемые в отчетности денежные потоки на самом деле не включают ряд реально понесенных затрат.

В сравнении с другими сетями, представленными на публичном рынке, Монетка по масштабам ближе всего к Матрице: выручка последней в прошлом году (без НДС) составила порядка 151 млн. долл. Монетка немного уступает в рентабельности (норма прибыли по EBITDA – 7.8%, против 8.6% у Матрицы), но при этом характеризуется гораздо меньшей долговой нагрузкой: Debt/EBITDA Матрицы после выпуска облигаций в декабре и размещения коротких кредитов составляет 4.05, у Монетки – 1.13. Размещение займа приведет к усилению долгового бремени, т.к. весь объем, по всей видимости, будет направлен в расширение сети: общая величина финансового долга вырастет до 50 млн. долл. В то же время, учитывая прогноз эмитента по EBITDA в 2006 г. на уровне 25 млн. долл., соотношение Debt/EBITDA должно остаться на приемлемом уровне (порядка 2).

В целом, учитывая доходность Матрицы на уровне 12.6% к оферте через год, меньшую долговую нагрузку Монетки, но, в то же время, большую дюрацию (1.5 года) и необходимую премию за первичное размещение, адекватный уровень доходности по Монетке, на наш взгляд, складывается на уровне не ниже 11.5% - 12% годовых к оферте.

На 24 мая запланировано размещение третьего по счету облигационного займа ОАО «Инпром» объемом 1.3 млрд. руб. Срок до погашения составляет 5 лет, срок до оферты 1 год.

В целом, за время существования бизнес компании развивается достаточно успешно. Постоянно расширяя географию своего присутствия (количество металлосервисных центров в Европейской части РФ на текущий момент составляет 21) и развивая услуги по металлообработке, Инпром увеличил свой оборот по итогам 2005 г. до 8.2 млрд. руб. и поднялся с пятого на второе место среди независимых металлотрейдеров. Стоит отметить, что эмитент ориентирован на внутренний рынок, имеет прочные устоявшиеся взаимоотношения с ведущими металлургами России, что позволяет постоянно расширять номенклатуру товарной продукции и поддерживать лояльность потребителей. Хотя Инпром и испытывает определенную зависимость от импорта Украинского металлопроката и труб (около 45% закупок – это импорт), он не несет весомых рисков действия квотирования и ограничения поставок на отдельные виды металлопродукции.

Монетка-Финанс

Размещение: 18 мая 2006

Объем: 1 млрд. руб.

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

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организаторы: Тройка Диалог

ИНПРОМ-3

Размещение: май 2006

Объем: 1.3 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон равен первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организаторы: Банк Союз

Вторичный рынок металлопродукции, на котором оперирует компания, в течение последних лет развивается довольно активно. Рост спроса обеспечивают небольшие компании, динамично развивающие бизнес и увеличивающие потребление металлопродукции, а также крупные потребители, которые все больше склоняются к переходу от крупных закупок металлопродукции на заводах к оперативным поставкам мелких партий от металлотрейдеров.

В то же время ценовая нестабильность на рынке металлов нашла свое отражение в колебании нормы прибыли компании. Снижение цен на металлы в течение прошлого года стало одной из главных причин падения рентабельности. Так норма прибыли от продаж упала с 4.77% до 2.83%. При этом рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне 6% - в течение прошлого года приобретения новых активов обеспечили увеличение балансовой стоимости основных средств Инпрома с 349.7 млн. руб. до 1.39 млрд. руб., что, естественно, сопровождалось ростом амортизационных отчислений.

Снижение рентабельности в условиях растущей долговой нагрузки оказало свое негативное влияние на качество покрытия долга. Соотношение долг/EBITDA в течение года возросло с 4.3 до 7.1. Кроме того, по итогам 2005 г., согласно отчетности по РСБУ, сумма процентных расходов фактически превысила прибыль от продаж (287 млн. руб. против 231 млн. руб.). Таким образом, долговая нагрузка остается одной из ключевых проблем эмитента, снизить давление которой пока не удастся и вряд ли удастся в краткосрочной перспективе. Необходимость рефинансирования в купе с высокими инвестиционными затратами постепенно загоняет компанию в долговой лабиринт, для выхода из которого необходима не только благоприятная рыночная конъюнктура. Финансовые успехи Инпрома в среднесрочной перспективе будут определяться, главным образом, эффектом от довольно агрессивной инвестиционной программы. В качестве потенциальных драйверов рентабельности, которые должны способствовать укреплению финансового состояния и компенсировать негативное влияние отраслевых рисков, Инпром рассматривает не только свою дальнейшую региональную экспансию, но концентрацию в сегменте розничных продаж и дальнейшее развитие металлосервисных услуг, характеризующихся более высокой маржой. Среди мероприятий по реализации запланированного можно выделить поглощение компании «Металлосервисные центры», а также проект развития франчайзинга.

Инпром ожидает, что в этом году выручка превысит 11 млрд. руб., при этом норма прибыли по EBITDA должна составить не менее 5.6%. В то же время, долговая нагрузка компании сохранится достаточно высокой. Принимая во внимание, что 50% займа будет направлено на рефинансирование текущего долга и предположив, что долг компании не продолжит расти в течение года, мы ожидаем, что соотношение долг/EBITDA будет не ниже 6.

При оценке справедливой доходности облигаций нового выпуска Инпрома, учитывая крайне низкую ликвидность коротких бенчмарков (облигаций Москвы и ОФЗ), мы рассматриваем справедливый спрэд облигаций Инпрома к близким по дюрации и достаточно ликвидным бумагам ТД Мечел. С момента появления второго выпуска Инпрома на вторичном рынке в августе прошлого года спрэд между бумагами Инпрома и ТД Мечел варьировался в диапазоне от 330 б. п. до 150 б. п. Средний спрэд бумаг Инпрома к ТД Мечел составляет порядка 260 б. п., что, на наш взгляд, является справедливой премией, компенсирующей разницу в масштабах, специфику специализации и разницу в кредитном качестве компаний. Принимая во внимание, что текущая доходность бумаг ТД Мечел на 12.05.2006 г. составляла 6.74% годовых к оферте в июне 2006 года и предположив, что на более длинном отрезке дюрации, соответствующему годовой оферте, она варьировалась бы в диапазоне 7.5 – 7.75% годовых, справедливую доходность бумаг Инпром-3 с учетом рассчитанного спреда и необходимой премии за первичное размещение, мы видим в диапазоне 10.45% - 10.7% годовых к оферте через 1 год.

О своем намерении размещать в мае дебютные облигации на сумму 400 млн. руб. со сроком обращения 3 года и полуторалетней офертой заявила Сибирская Аграрная Группа.

Более 80% оборота агропромышленного холдинга, который в 2005 г. составил 1.1 млрд. руб., обеспечивает свиноводство. В настоящее время компания является пятой в России по поголовью свиней и занимает шестое место среди российских производителей свинины.

Основным рынком, где оперирует Сибирская Аграрная Группа, являются Томск и Томская область, в то же время продукция компании пользуется стабильным спросом со стороны соседних областей Сибирского региона, что открывает дополнительные возможности для расширения масштабов деятельности. Структура активов в составе холдинга позволила сформировать замкнутый производственный цикл, это обеспечивает компании возможность генерировать добавленную стоимость всех этапов от выращивания поголовья до изготовления мясной продукции. В 2005 г. рентабельность продаж по сравнению с 2004 г.

Сибирская Аграрная Группа

Размещение: май 2006

Объем: 400 млн. руб.

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

Купон: ежеквартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: ВТБ Розничные услуги

выросла с 15% до 25%, норма чистой прибыли увеличилась с 13% до 22.5%.

Улучшению качества финансов эмитента в течение последних лет способствовали как общерыночные позитивные тенденции, так и активные мероприятия по созданию сельхоз-бизнеса современного стандарта, обладающего новыми технологиями и высокоэффективным оборудованием.

В настоящее время внутренний рынок свинины характеризуется динамичным ростом как в силу стабильного роста потребления мяса в России, так и постепенного замещения свининой дорожающей говядины. Предложение говядины на внутреннем рынке резко сократилось ввиду ограничения поставок ключевыми странами-экспортерами (Аргентины, Бразилии, Уругвая). Благоприятной конъюнктуре в сегменте свинины также будут способствовать действующие до 2009 г. квоты на ввоз мяса, причем, после 2009 г. участники рынка прогнозируют «переходный» период, поскольку ожидают, что отмена ограничений на импорт будет вводиться постепенно. Кроме того, в течение последних лет рынок свинины является дефицитным, и в перспективе этот дефицит будет только увеличиваться ввиду растущего спроса со стороны производителей, ориентированных не на замороженное импортное, а охлажденное мясо.

Стоит отметить, что растущая норма прибыли позволила профинансировать большую часть капитальных вложений за счет собственных средств, в следствие чего Сибирской Аграрной Группе удалось сохранить достаточно низкий уровень долговой нагрузки и качественное покрытие долга. Текущая задолженность компании по кредитам и займам составляет немногим более 400 млн. руб. При этом соотношение долг/ЕБИТ составляет 1.35. Учитывая, что часть средств облигационного займа будет направлено на рефинансирование, существенного ухудшения кредитного качества холдинга мы не ожидаем и полагаем, что по уровню долговой нагрузки компания сохранит одну из лучших оценок среди компаний агросектора – в пределах 2.5.

На фоне присутствующих на рынке агрохолдингов дебютант выглядит достаточно привлекательно, чему способствуют устойчивое финансовое положение, очевидные перспективы динамичного роста и консервативный подход при формировании долгового портфеля. Вместе с тем, по меркам долгового рынка, масштабы бизнеса Сибирской Аграрной Группы незначительны, что автоматически задвигает эмитента в «третий эшелон», а небольшой объем займа, может негативно отразиться на ликвидности облигаций, что, на наш взгляд, должно найти свое отражение в доходности.

Текущая доходность облигаций характеризующегося схожими отраслевыми рисками Белгранкорма на 12.05.2006 г. составляла 10.06% годовых к оферте в декабре текущего года, однако крайне низкая ликвидность данного выпуска не позволяет выделить компанию в качестве адекватного ориентира. В то же время, доходность более ликвидного выпуска Моссельпрома, схожего с эмитентом по масштабам бизнеса, но сконцентрировавшего свое внимание в сегменте птицеводства, находится на уровне 13.98% годовых к оферте в июне 2007 г. Принимая во внимание обозначенные выше позитивные характеристики Сибирской Аграрной Группы и отсутствие ряда специфических рисков, характерных Моссельпрому, мы полагаем, что справедливой для компании уровнем доходности является диапазон от 12% до 12.5% годовых к полуторалетней оферте.

Среди дебютантов, анонсировавших свой выход на рынок публичных заимствований в мае, Уральский завод прецизионных сплавов. Инвесторам будут представлены четырехлетние облигации на сумму 1.5 млрд. руб., по которым предусмотрена оферта через 2 года.

Одной из ключевых характеристик компании, на наш взгляд, является факт ее тесного сотрудничества с НСММЗ. По сути, УЗСП остается метизным производством Нижнесергинского металлургического комплекса, которое постепенно становится самостоятельным. С прошлого года эмитент арендует у Макси-Групп производственную площадку в городе Ревда и выкупил находящееся там производственное оборудование. НСММЗ является главным поставщиком сырья для УЗСП. Кроме того, более 35% продаж эмитента приходится на ЗАО «Сервисный центр металлопроката «Макси», название которого наводит на мысли о родстве с холдингом Макси-Групп.

Постепенное изменение профиля металлургического комплекса от выплавки прецизионных сплавов к выпуску востребованной рынком метизной продукции способствовали увеличению оборота компании в прошлом году более чем в 2 раза, с 1.42 млрд. руб. до 3.33 млрд. руб., и почти пятикратному росту прибыли от продаж с 33.5 млн. руб. до 153.6 млн. руб.

Развитие метизного производства выделено эмитентом в качестве приоритетного направления на ближайшие годы. В свете этого до 2007 г. предполагается полностью завершить техническое оснащение производственных площадок, которое позволит увеличить

УЗСП

Размещение: май 2006

Объем: 1.5 млрд. руб.

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

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Альфа-Банк

масштабы выпуска метизной продукции до 625 – 630 тыс. тонн в год. В настоящее время на долю УЗПС приходится уже порядка 10% российского рынка метизной продукции, который в натуральном выражении оценивается на уровне 2 300 тыс. тонн.

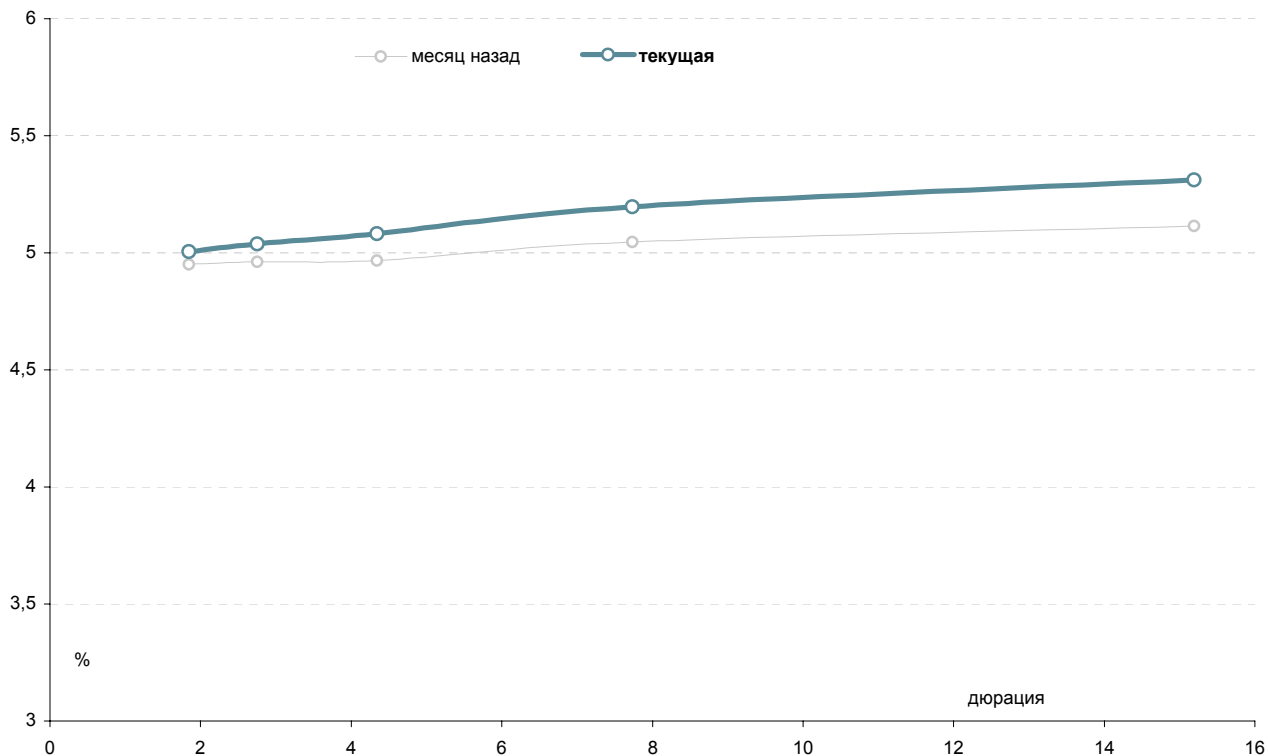
С одной стороны, прошлогодние успехи УЗПС выглядят достаточно привлекательно: рост оборотов сопровождался растущей нормой прибыли, в частности рентабельность продаж увеличилась с 2.4% до 4.6%. Стабильные отношения с НСММЗ поддерживают бесперебойность производственного процесса, что в купе с намеченными планами по модернизации оборудования создает необходимые предпосылки для выхода на запланированные объемы выпуска. В то же время при более детальной оценке краткосрочных перспектив компании оптимизм постепенно рассеивается. Во-первых, рынок метизной продукции на протяжении прошлого года характеризовался стабильным снижением цен. Некоторые эксперты не исключают разворота ценового тренда, однако существующий избыток незагруженных производственных мощностей пока превышает рост спроса. Во-вторых, помимо того, что крупные металлургические холдинги (Северсталь, ММК, Мечел и др.) сконцентрировали свое внимание на внутреннем рынке, ценовая конкуренция подогревается растущим экспортом из Тайваня, Китая, Украины. При этом, если в прошлом году рентабельности эмитента угрожало снижение цен на конечную продукцию, опережающее падение цены сырья, то в настоящее время, ситуация складывается обратным образом, и без того не высокая рентабельность УЗПС попадает под давление наметившегося роста цен на метизную заготовку. Спастись ситуации в некоторой степени было бы возможно при наличии ценового преимущества, обеспеченного не только наличием собственной сырьевой базы, но применением новых технологий, эксплуатацией высокоэффективного оборудования. Все это, в принципе, УЗПС и предполагает воплотить в жизнь, но пока компания находится «в начале пути» и несет значительные инвестиционные расходы, масштабы которых заставляют активнее использовать внешнее финансирование. Таким образом, все очевиднее становится растущий риск дальнейшего усиления долговой нагрузки компании, которая на текущий момент уже является достаточно обременительной. Принимая во внимание, что до размещения облигаций обязательства УЗПС по кредитам и займам составляли 987 млн. руб., мы отмечаем, что качество покрытия долга у эмитента не сильно выделяется на фоне других металлургов, сконцентрировавших свое внимание на модернизации производства: соотношение долг/ЕБИТДА на конец 2005 г. составляло 6.5. Учитывая, что 70% займа будет направлено на финансирование капитальных вложений, после размещения облигаций значение показателя долг/ЕБИТДА существенно увеличится. При этом мы не исключаем, что значение этого показателя продолжит расти в дальнейшем.

Среди присутствующих на долговом рынке металлургических заводов по масштабам бизнеса и качеству финансов эмитенту ближе всего, пожалуй, завод им. Кузьмина, облигации которого торгуются с доходностью 11.09% годовых при дюрации 440 дней. Мы полагаем, что облигации УЗПС должны нести премию в пределах 100 – 150 б.п. к бумагам завода Кузьмина, которая будет компенсировать не только разницу в дюрации выпусков, но и специфику специализации, меньший масштаб и более очевидные риски роста долгового бремени.

Поскольку в бизнесе эмитента важную роль играет как НСММЗ, так и непосредственно Макси-Групп, в качестве ориентира мы выделяем также облигации Макси-Групп (на 12.05.2006 г. доходность 12.56% к оферте в сентябре 2007 г.). С одной стороны, операционные риски эмитента коррелируют с рисками Макси-Групп, что требует дополнительной премии в доходности к облигациям аффелированной структуры. В то же время, именно более понятная структура, предсказуемость финансовых потоков обеспечивают УЗПС дополнительные бонусы со стороны инвесторов, ориентированных на металлургию. Исходя из выше изложенного, мы полагаем, что при текущей рыночной конъюнктуре справедливой для дебютных облигаций УЗПС является доходность в диапазоне от 12% до 12.5% годовых к двухлетней оферте.

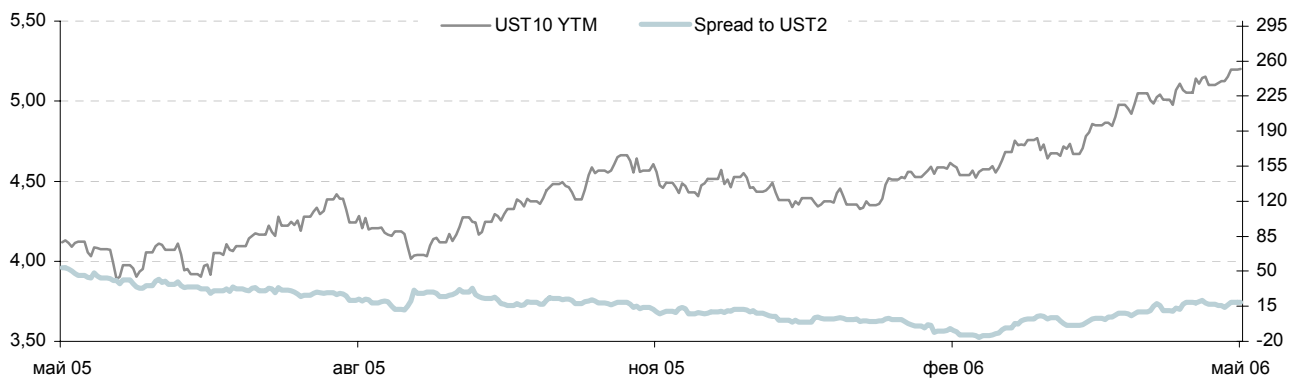
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

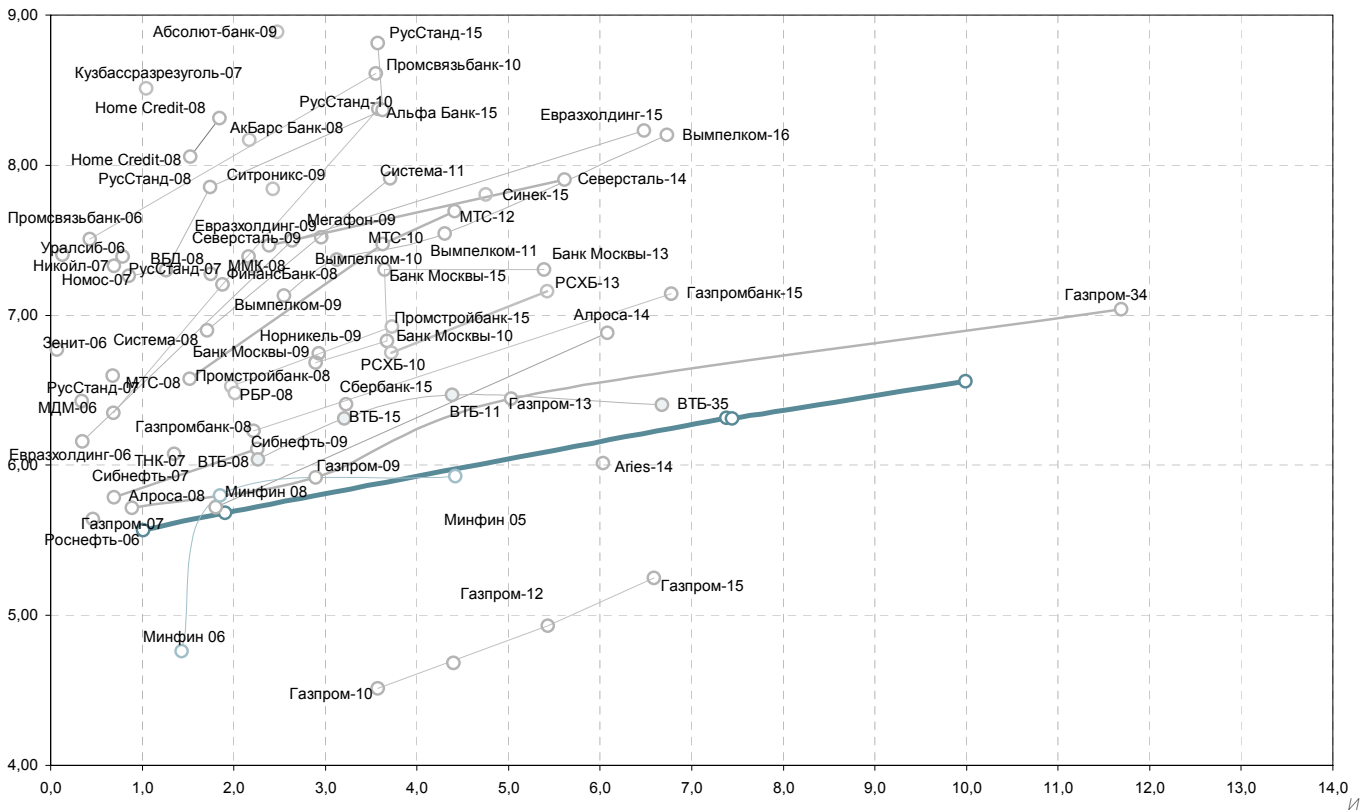
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

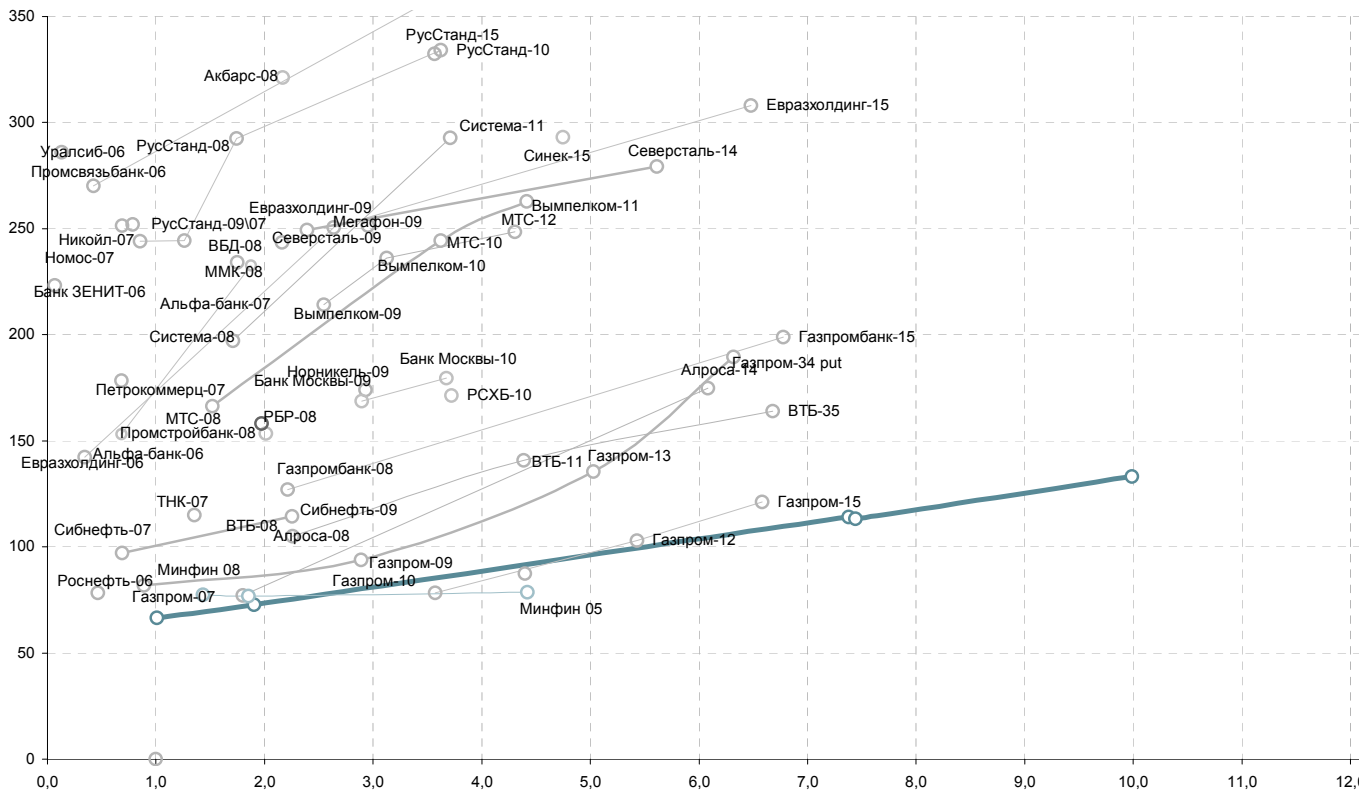
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

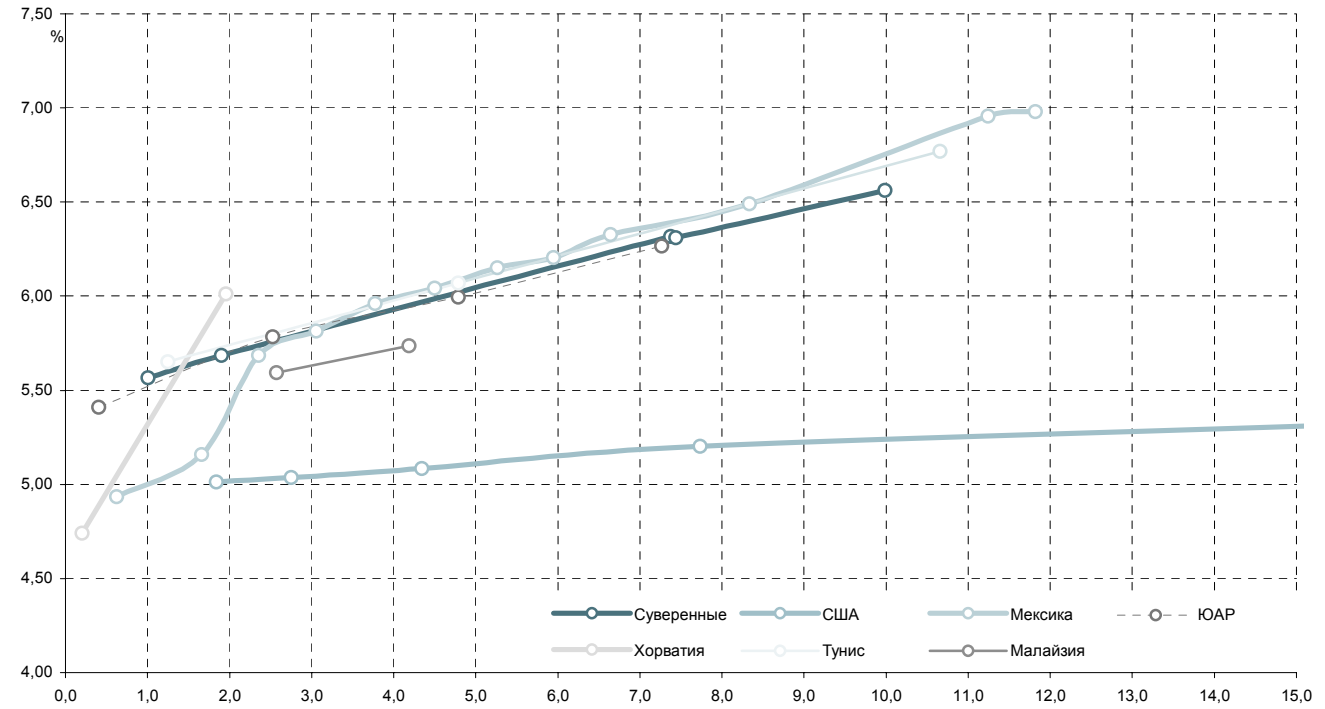
Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg



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



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

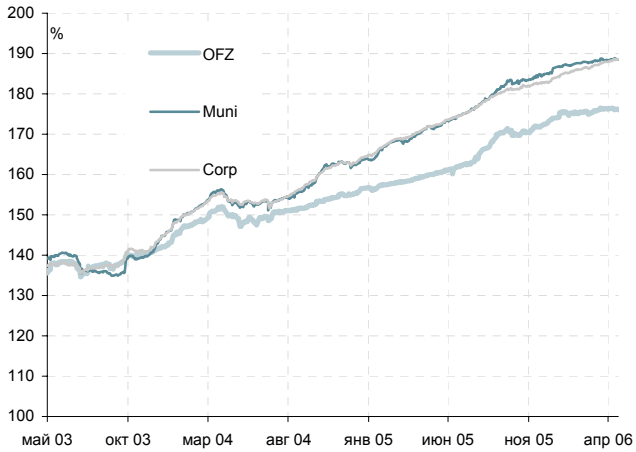
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB/BBB	104,55	104,68	5,625	1,01	62
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,25	Baa2/BBB/BBB	104,59	104,74	5,792	1,90	179
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB/BBB	139,05	139,37	6,332	7,38	112
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB/BBB	171,28	171,64	6,573	9,99	130
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB/BBB	106,70	106,85	6,321	7,44	104
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB/BBB	97,30	97,50	4,831	1,43	-18
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB/BBB	94,68	94,88	5,856	1,85	76
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	87,46	87,66	5,955	4,42	78
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB	104,11	104,24	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB	111,09	111,34	4,168	2,93	52
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB	123,21	123,46	6,029	6,03	86
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2-/BBB	107,89	108,24	4,717	4,40	87
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB+	102,96	103,06	5,769	0,89	77
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB+	113,60	114,00	5,981	2,89	93
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB+/BB+	112,47	112,72	4,541	3,57	79
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB+	116,95	117,25	6,468	5,03	134
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	104,05	104,40	5,274	6,58	122
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	103,38	103,50	6,809	8,55	159
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB+/BB /*+	119,01	119,26	7,049	11,69	175
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba2/BB	103,86	104,04	5,912	0,69	91
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba2/BB	110,91	111,21	6,166	2,25	114
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB /*+/BB+	106,66	106,80	6,125	1,35	112
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B+	103,42	103,49	5,716	0,46	72
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	104,76	105,01	6,651	1,52	164
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	103,06	103,31	7,509	3,62	244
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	101,12	101,37	7,722	4,41	262
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	Ba3/BB	107,55	107,80	7,174	2,55	213
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	Ba3/BB	101,75	102,00	7,409	3,12	235
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	Ba3/BB	103,39	103,64	7,571	4,30	247
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B1/BB-	101,22	101,47	7,559	2,96	251
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	105,62	105,87	6,968	1,71	195
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	103,25	103,69	7,969	3,71	289
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	100,90	101,11	6,781	2,93	173
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	101,07	101,32	7,448	2,16	242
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	102,58	102,83	7,517	2,39	248
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/BB-	107,50	107,80	7,929	5,61	278
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	102,00	102,25	7,343	1,75	233
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B+	104,22	104,41	5,771	1,80	76
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B+	112,41	112,66	6,9	6,08	173
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	100,86	100,91	6,234	0,345	133
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	109,19	109,44	7,542	2,638	250
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	99,05	99,30	7,825	4,749	275
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	6,86	A2/BBB	100,51	100,58	5,646	0,19	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A3/BBB-	99,16	99,41	6,938	3,23	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	101,80	101,95	6,07	2,26	104
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	104,39	104,64	6,494	4,39	140
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A3/BBB-	99,92	99,99	7,068	3,21	127
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	97,74	97,99	6,412	6,68	138
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa1/BB	102,03	102,28	6,286	2,21	126
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa1	103,63	103,88	6,728	2,89	168
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa1	101,84	102,09	6,863	3,68	179
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	100,78	100,87	6,555	0,34	155
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B	100,13	100,15	6,901	0,07	209
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B/B	100,13	100,16	7,529	0,13	272
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	101,07	101,24	7,455	0,69	246
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	Ba3/B	101,48	101,66	6,723	0,68	173
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	Ba3/NR	101,14	101,26	7,465	0,79	247
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	101,05	101,27	7,39	0,85	239
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,33	100,62	7,415	1,26	241
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	Ba3/B	101,09	101,15	7,582	0,43	261
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,75	Ba3/B+	104,30	104,55	8,223	2,81	326

Источник: Bloomberg

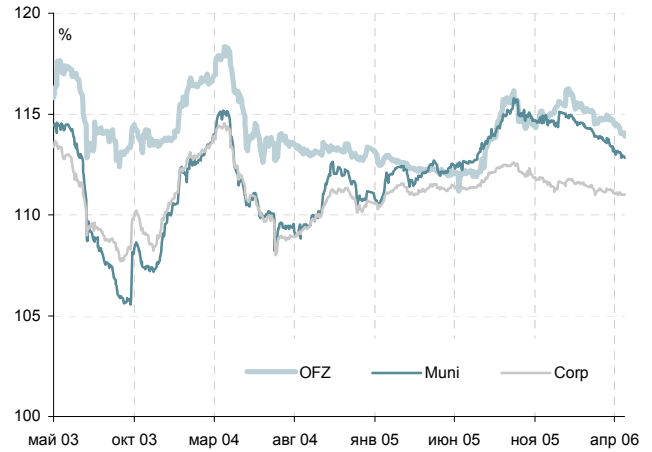
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

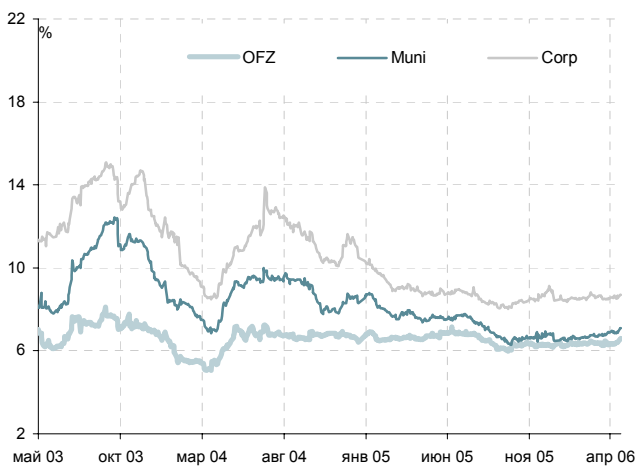
Индекс совокупного дохода



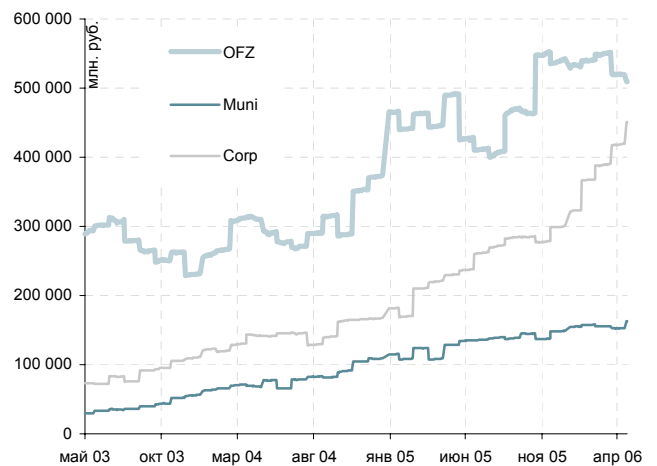
Индекс цен



Динамика доходности



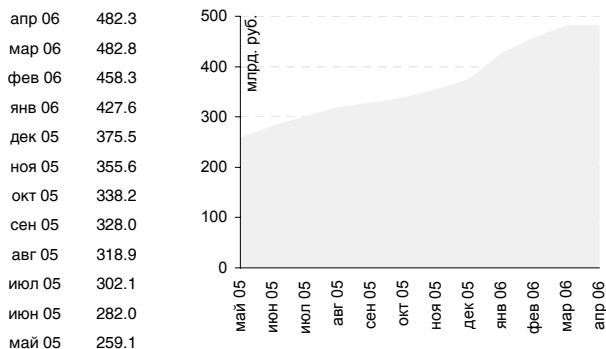
Динамика капитализации



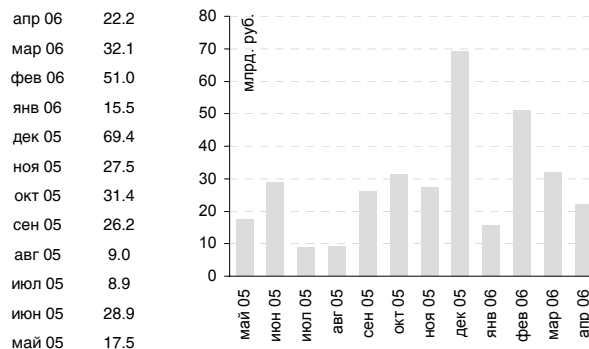
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytics/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

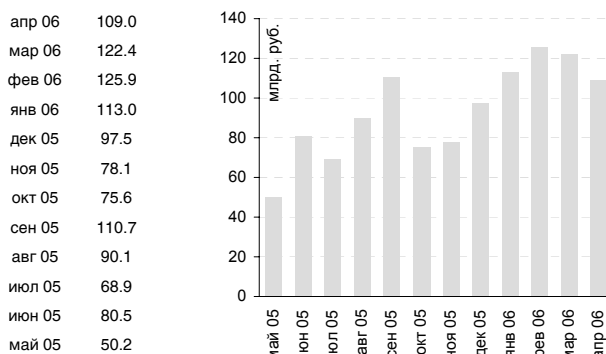
Емкость рынка*



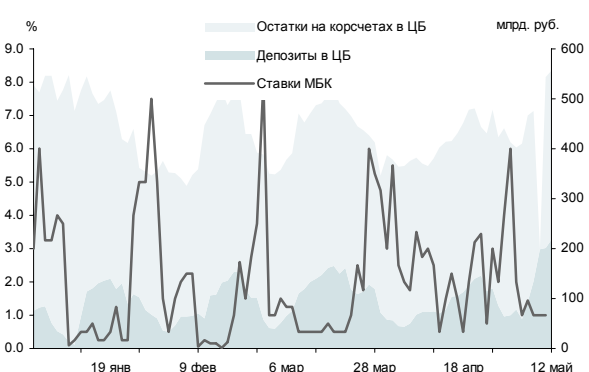
Первичные размещения



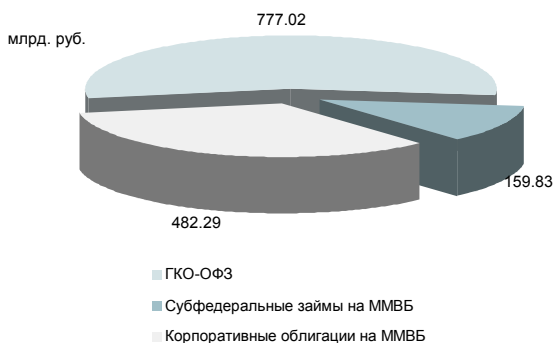
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



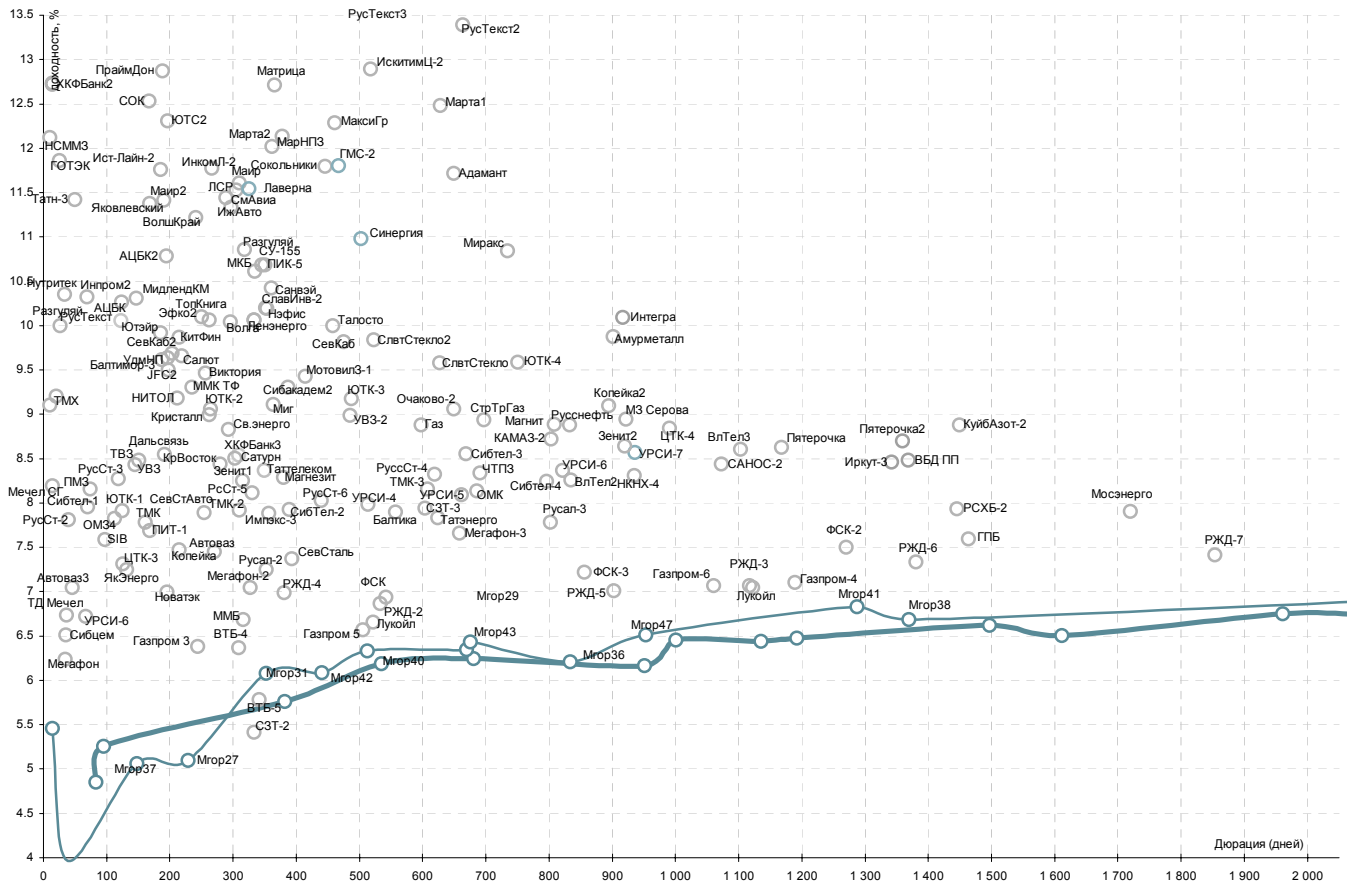
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

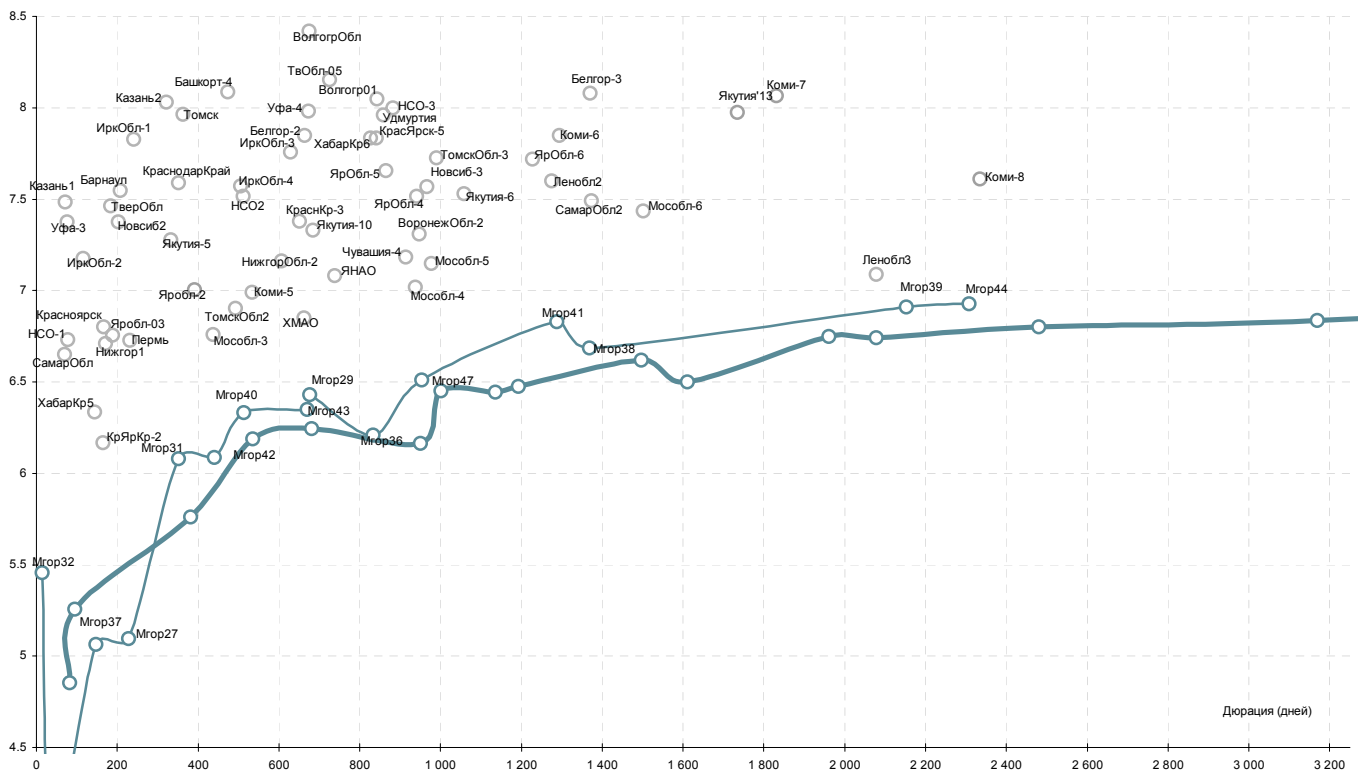
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

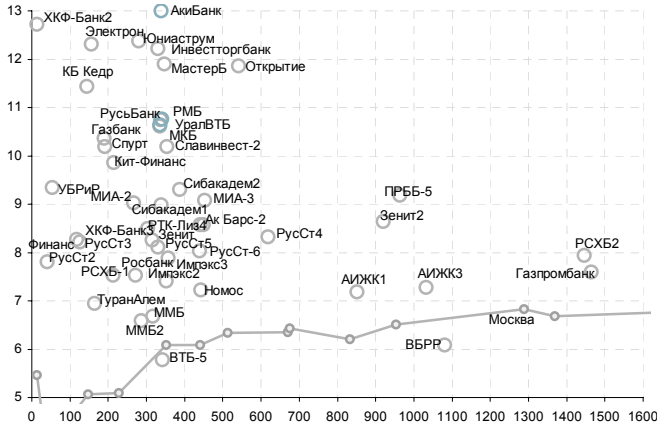


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

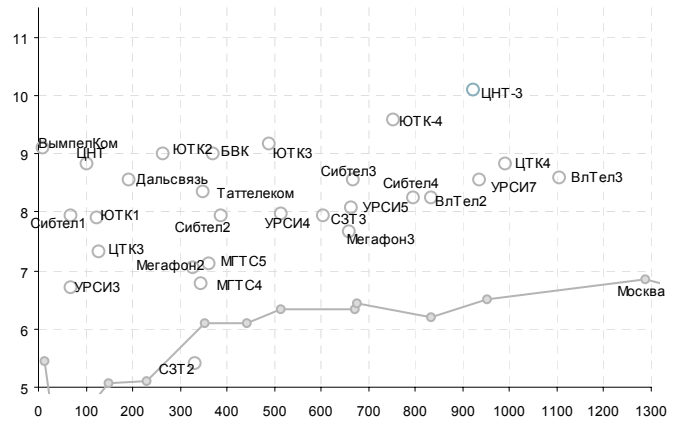


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

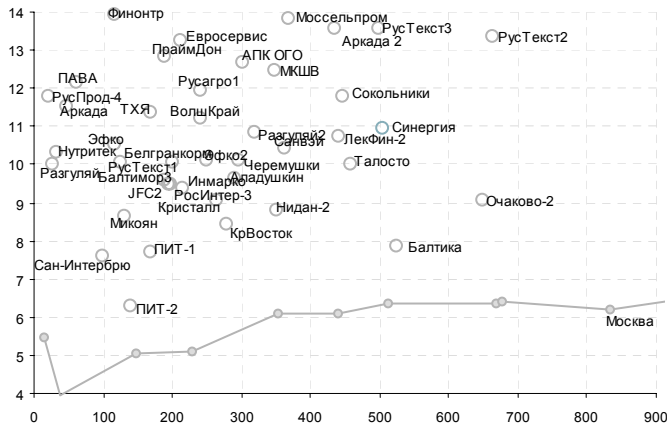
Банки, финансовые услуги



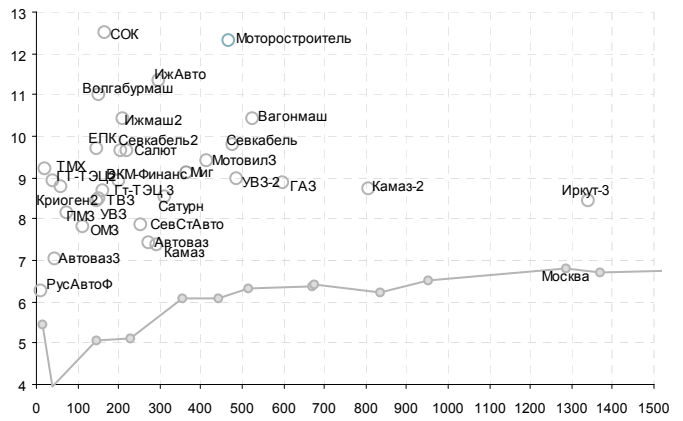
Телекоммуникации



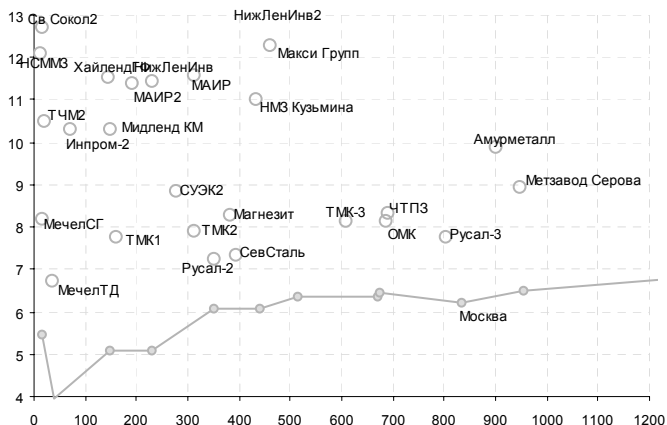
Пищевая промышленность, АПК



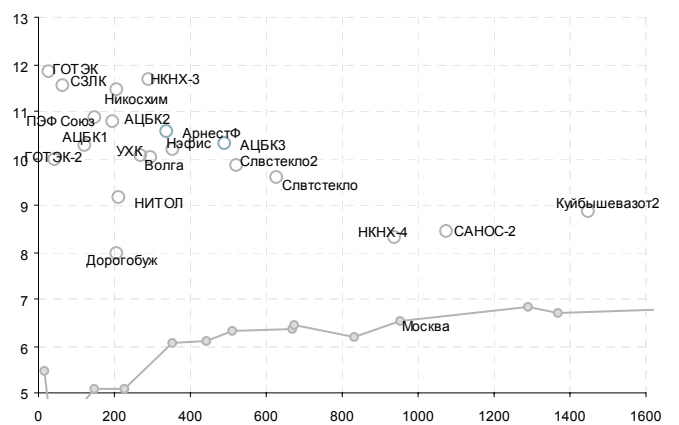
Машиностроение



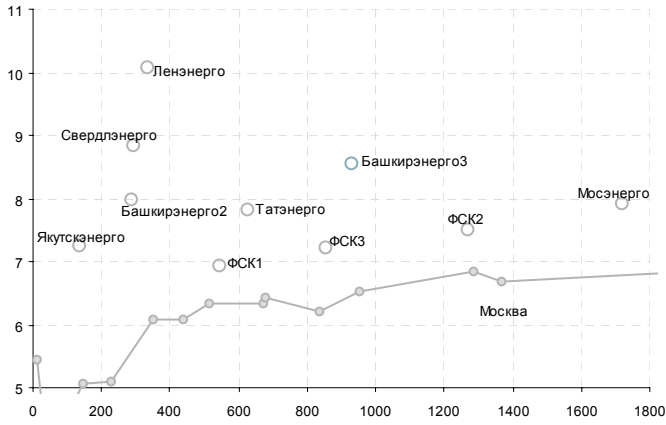
Металлургия, добывающая, трубная промышленность



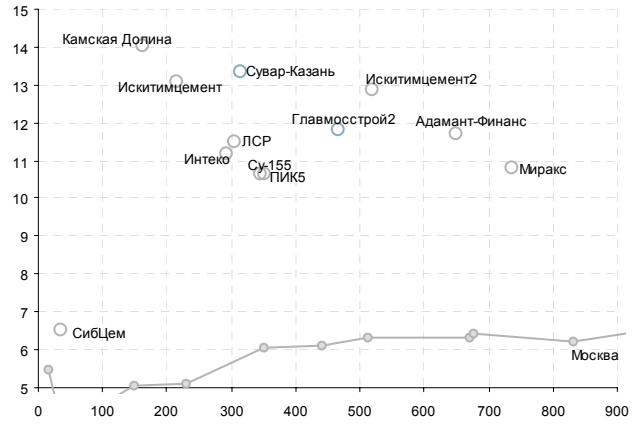
Химическая промышленность, ЛПК



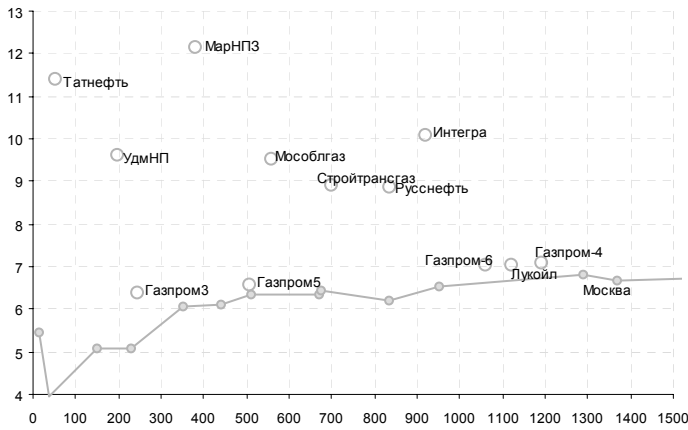
Энергетика



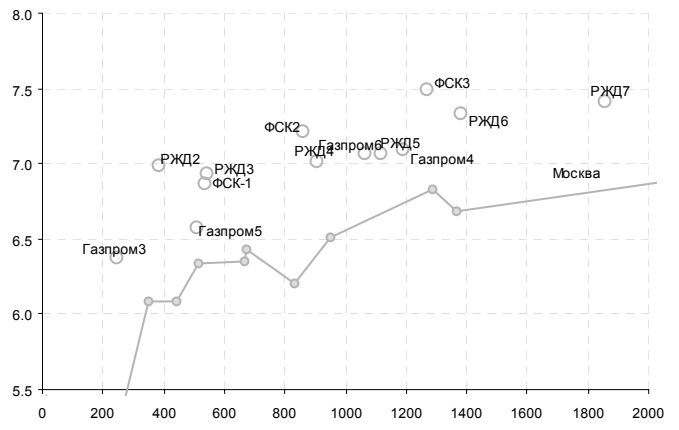
Строительство, стройматериалы



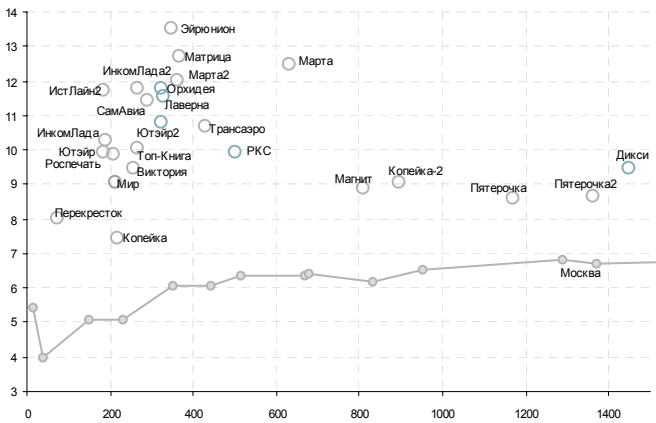
Нефтегазовая отрасль



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
Брокерское обслуживание
Брокерское обслуживание

Константин Пospelов
Владислав Григорьев
Алексей Третьяков
Роман Попов
Ирина Киреева
Тимур Мухаметшин

konstantin.pospelov@zenit.ru
v.grigoriev@zenit.ru
a.tretyakov@zenit.ru
r.popov@zenit.ru
i.kireeva@zenit.ru
t.mukhametshin@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.