

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Ежемесячный обзор

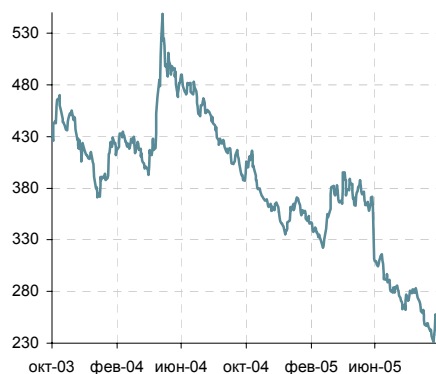
### Содержание:

США	2
Еврооблигации России	5
Первичные размещения	6
Приложение	13

Акселерация роста цен после Катрин, по всей видимости, лишает ФРС возможности для маневра и делает процесс повышения ставки безальтернативным. В этой связи мы вынуждены признать, что наш прежний прогноз ставки на уровне 4%, скорее всего, становится промежуточным, и мы ожидаем к концу года 4.25%. На наш взгляд, возросшие инфляционные ожидания и продолжение «взвешенной» политики будут способствовать продолжению роста доходностей. Поэтому наш прогноз по доходностям Treasuries сохраняется на уровне 4.25-4.5% по 2-летним и 4.5-4.75% - для 10-летних бумаг.

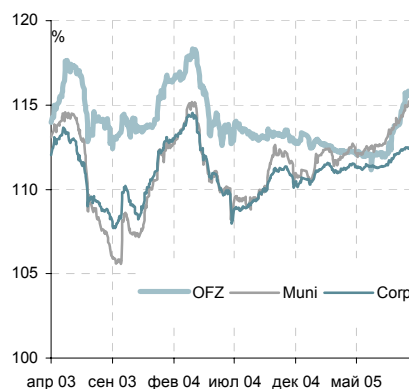
На наш взгляд, спрэд в диапазоне 110-120 б.п. является справедливым отражением российского суверенного риска. Тем не менее, мы не исключаем, что сильные фундаменталии могут вызвать у инвесторов желание открыть новые позиции на сформировавшихся привлекательных уровнях, что в среднесрочной перспективе вернет спрэд к прежним историческим минимумам.

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

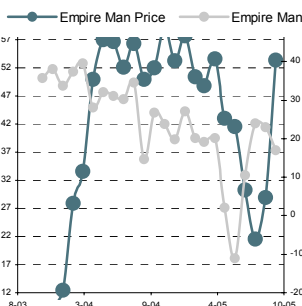
Изменившиеся в сентябре настроения участников рынка способствовали росту доходностей Treasuries: доходность 2-летних бумаг выросла на 35 б.п. до 4.22%, доходность 10-летних – на 27 б.п. до 4.39%.

Прошедший месяц прошел под знаком метеорологических сводок с южного побережья США и оценок нанесенного разгулявшейся стихией ущерба. Сначала ураган Катрин, а затем и Рита взволновали инвесторов, и без того ощущающих беспокойство за перспективы американской экономики. И если Рита на деле оказалась обыкновенным тропическим штормом и не привела к серьезным последствиям, то Катрин действительно повлекла за собой значительные разрушения. Существенным фактом стало повреждение ураганом нефтеперерабатывающих мощностей, расположенных на побережье, и, как следствие, обновление ценами на нефть исторических максимумов. В результате макроэкономическая картина оказалась разделенной стихией пополам: если августовские данные позволяют нам делать выводы о том, что рост экономики до катаклизмов был стабильным, а инфляция умеренной, то после урагана ситуация встала с ног на голову.

Подтверждением столь не радостному выводу стали опубликованные в сентябре макроиндикаторы. Рост базовых потребительских цен в августе составил 2.1% (ожидания 2.3%), а темпы роста базового индекса цен производителей снизились с 2.8% до 2.4%. При этом, если темпы роста промышленного производства в августе сохранялись на уровне 0.1% (ожидания 0.3%), потребительский спрос, на фоне сложной ситуации на рынке энергоносителей, отнюдь не замедлился, и удерживал положительную динамику. Розничные продажи, исключая автомобили, в августе выросли на 1% при ожиданиях 0.5%, заказы на товары длительного пользования без учета транспортных средств выросли на 4.2% (ожидания 1%).

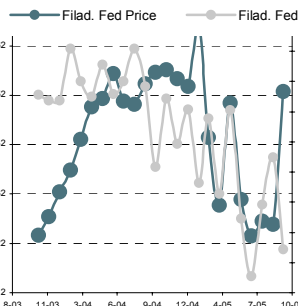
В то же время, согласно опережающим индикаторам, в сентябре после ураганов наблюдалось резкое ускорение инфляции на фоне возможного ослабления экономики. В то время как сами индексы показали смешанную динамику (ISM-Manufacturing и Chicago PMI выросли, а Consumer Conf. и ISM Non-man. снизились), их ценовые составляющие продемонстрировали стремительный взлет.

Empire Manufacturing, и его ценовая составляющая



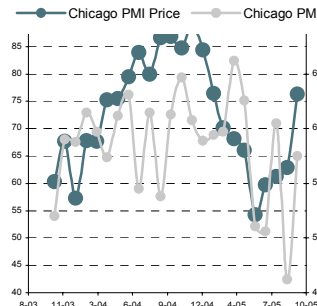
Источник: Bloomberg

Индекс ФРС Филадельфии и его ценовая составляющая



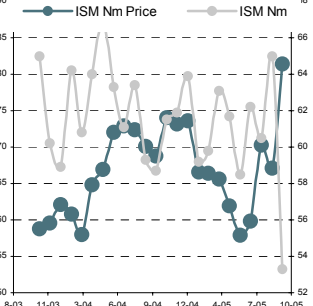
Источник: Bloomberg

Чикагский индекс менеджеров по закупкам и его ценовая составляющая



Источник: Bloomberg

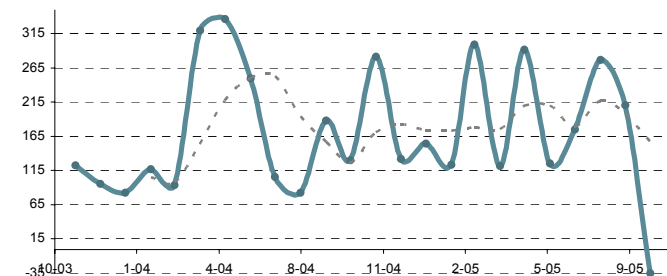
Индекс деловой активности в сфере услуг и его ценовая составляющая



Источник: Bloomberg

Что же касается рынка труда, то согласно отчету, негатив от Катрин оказался слабее ожиданий (Payrolls -35 тыс., ожидания -150 тыс.), при этом, предыдущее значение созданных рабочих мест было пересмотрено со 169 тыс. до 211 тыс. На наш взгляд, 4-месячная скользящая средняя (157 тыс.) дает возможности для ФРС сосредоточить свое внимание на обеспечении ценовой стабильности.

Динамика количества созданных рабочих мест, тыс. чел.



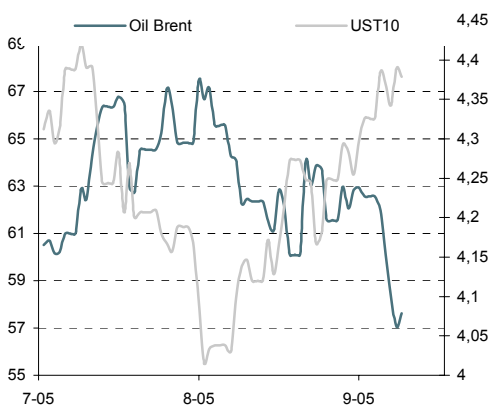
Источник: Bloomberg

Столь резкое смещение акцентов в развитии экономики не осталось без внимания на состоявшемся в сентябре заседании ФРС. Если предшествующие решения ФРС в рамках «взвешенной» политики были ожидаемыми рынком и не вызывали сомнений, то на этот раз вариант паузы обрел достаточное количество сторонников: около 20% аналитиков опро-

шенных Bloomberg ожидали сохранения ставки на прежнем уровне. Тем не менее, процесс ужесточения монетарной политики был продолжен: регулятор в одиннадцатый раз подряд повысил ставку на 25 б.п. до 3.75%. В итоговом протоколе ФРС традиционно остановилась на трех ключевых аспектах: состояние экономики, повысившиеся инфляционные ожидания и перспективы дальнейшего повышения ставки. Как решение, так и сам комментарий не стал для нас сюрпризом. Относительно темпов роста регулятор отметил, что экономика до Катрин демонстрировала хорошие темпы роста, однако после катаклизма наблюдается замедление. В то же время, чиновники считают, что замедление будет краткосрочным, и в ближайшее время, благодаря росту производительности и проводимой монетарной политике, экономика сумеет восстановиться, и ее среднесрочные перспективы рассматриваются в оптимистичном ключе. Вместе с тем, регулятор особо отметил возросшие инфляционные риски в связи с негативным изменением ситуации на рынке энергоносителей. По мнению ФРС, хотя базовая инфляция в последние месяцы оставалась на низком уровне, а долгосрочные перспективы выглядят умеренными, рост нефтяных цен способен привести к росту общей инфляции. В отношении дальнейшей политики формулировка сохранила прежний вид. Таким образом, регулятор показал, что риски нарушения ценовой стабильности остаются выше, нежели риски замедления экономического роста, в связи с чем он серьезно настроен на дальнейшее повышение ставки. В отличие от инвесторов желание сделать паузу не нашло достаточно сторонников среди представителей ФРС: лишь Олсон высказался в пользу сохранения уровня 3.5%, аргументируя это желанием дождаться сентябрьских макроэкономических индикаторов. Столь решительные заявления ФРС нанесли серьезный удар по высоким ожиданиям пауз и определили тенденцию к росту доходностей. При этом само заседание стало не единственным событием, позволившим прояснить мнение регулятора о текущей ситуации. Несколько чиновников, подтвердили решимость Центробанка бороться с ростом цен. Главы региональных ФРБ Джанет Йеллен, Хонинг, Фишер и Москоу отметили повысившиеся инфляционные риски и необходимость повышения ставки. И, на наш взгляд, это является основным выводом месяца, что несколько меняет наше представление о дальнейшей динамике ставки. В июле-августе, когда рост экономики не вызвал у нас серьезных сомнений, а инфляция находилась в умеренных рамках, мы предполагали, что ФРС будет иметь возможность сделать перерыв в повышении ставки в конце года. Однако акселерация роста цен, по всей видимости, лишает ФРС возможности для маневра и делает процесс повышения ставки безальтернативным. В этой связи, 4%, скорее всего, становится промежуточным уровнем, и мы ожидаем, что ставка к концу года достигнет 4.25%.

Что же касается рынка Treasuries, то, помимо сентябрьских макроданных, текущее развитие событий будет во многом определяться ситуацией на рынке энергоносителей. Если проанализировать степень зависимости между доходностями казначейских бумагам и ценами на нефть за последние 2 месяца, то можно заметить высокую степень обратной зависимости, поскольку инвесторы опасались сокращения темпов роста экономики и, в частности, потребительского спроса на фоне роста цен на энергоносители. При этом подобным суждениям в немалой степени способствовала публикация стенограммы августовского заседания ФРС

Динамика цен на нефть и доходности 10-летних Treasuries.



Источник: Bloomberg

Однако в сентябре чиновники изменили мнение о влиянии рынка энергоносителей на макроэкономическую картину в стране, и сейчас рост цен воспринимается ими как угроза нарушения ценовой стабильности. Если рост цен на нефть в предыдущие месяцы абсорбировался в ценах производителей, то сейчас, вероятно, бизнес будет вынужден компенсировать резкий рост энергоиздержек повышением потребительских цен. Что же касается нашего прогноза по рынку нефти на октябрь, то, хотя, с одной стороны, постепенное вос-

становление нефтеперерабатывающего комплекса окажет сдерживающий эффект на рынок «черного золота», с другой, поддержку ценам будет обеспечивать начало отопительного сезона. В связи с этим, хотя мы и не ожидаем в октябре существенного роста цен, наш прогноз находится чуть выше текущих уровней (60-62\$). Смещение баланса рисков в сторону инфляции, по нашему мнению, должно усилить негативный прессинг на рынок Treasuries.

На наш взгляд, возросшие инфляционные ожидания и продолжение «взвешенной» политики будут способствовать продолжению роста доходностей. Поэтому наш прогноз по доходностям Treasuries сохраняется на уровне 4.25-4.5% по 2-летним и 4.5-4.75% - для 10-летних бумаг.

## Еврооблигации России

Ожидания паузы от ФРС, на фоне опасений ослабления американской экономики, определили «бычий» настрой инвесторов в развивающиеся рынки. Портфель, составленный на основе индекса EMBIG мог принести 20.3% годовых. Лидерами месяца среди развивающихся рынков стали Аргентина (109.32% годовых) и Венесуэла (79% годовых). Российские еврооблигации продолжали пользоваться успехом у инвесторов, вследствие чего гипотетический портфель на основе индекса EMBIG Russia обеспечил в сентябре доходность на уровне 10.5%. При этом спрэд EMBIG Russia достигал минимальной исторической отметки 92 б.п. Бенчмарк Россия-30 в конце месяца установила исторический максимум на уровне 115.267% (YTM 5.24%), а спрэд сужался до 94 б.п.

Помимо ситуации на рынке базовых активов, определяющими факторами в динамике российского сегмента оставались растущие цены на нефть, а также ожидания повышения рейтинга от Moody's. Кроме того, министр финансов Алексей Кудрин заявил о готовности России погасить \$3-5 млрд. внешней задолженности в текущем году и оставшийся долг Парижскому клубу (\$28 млрд.) в следующем. Несмотря на то, что последняя цифра претерпела изменения до \$10-15 млрд., желание России продолжать курс на сокращение долговой нагрузки нашло поддержку в сердцах инвесторов и, по всей видимости, найдет ее и со стороны рейтинговых агентств. 8 сентября Moody's заявило о помещении рейтинга в список на пересмотр с возможным повышением. Хотя в прошедшем месяце появились слухи о вероятном апгрейде рейтинга сразу на 3 ступени до A3, мы с высокой долей скептицизма относимся к подобным слухам. На наш взгляд, наиболее благоприятным из возможных сценариев является повышение рейтинга на одну ступень с позитивным прогнозом. Но даже такое развитие событий вряд ли существенно повлияет на текущий расклад сил, поскольку развитие позитивных тенденций в российском сегменте привело к тому, что на текущий момент он уже торгуется на уровне стран с рейтингом на 2 ступени выше. Так, Россия-30 большую часть месяца торговалась ниже ЮАР-17 (BBB+/Baa1/BBB+), а 29 сентября отрицательная разница в спредах составила 6 б.п.

Однако в первую неделю октября ситуация изменилась. Возросшие инфляционные ожидания в США и, как итог, решительный настрой ФРС по дальнейшему повышению ставки вкпе со снижением нефтяных цен, вызвали волну фиксации прибыли в бондах развивающихся рынков, и российский спрэд расширился до 120 б.п. Сейчас ситуация выглядит весьма неоднозначно: с одной стороны, факторы, оказывавшие поддержку, не утратили своей актуальности, с другой, ожидаемый рост доходностей на рынке базовых активов создает риски продолжения продаж и более глубокого расширения спредов в секторе развивающихся рынков. На наш взгляд, спрэд в диапазоне 110-120 б.п. является справедливым отражением российского суверенного риска. Тем не менее, мы не исключаем, что сильные фундаменталии могут вызвать у инвесторов желание открыть новые позиции на сформировавшихся привлекательных уровнях, что в среднесрочной перспективе вернет спрэд к прежним историческим минимумам (95-100 б.п.).

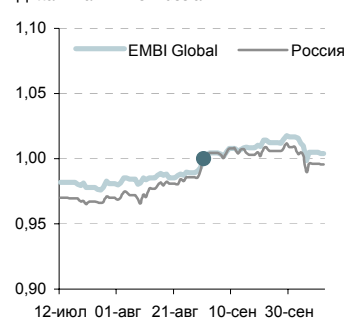
Темпы роста корпоративного сектора в прошедшем месяце в целом соответствовали динамике суверенного сегмента. Гипотетический портфель на основе индекса RUBI мог принести инвесторам 10.3% годовых, а спрэд индекса сузился до 172 б.п. Повышенным спросом пользовались бумаги на длинном участке кривой: Газпром-34, ВТБ-35 и Алроса-14.

Данные нами ранее рекомендации сохраняли свою силу на протяжении всего месяца. Бумаги Вымпелкома с погашением в 2009 и 2010 годах принесли 15% и 12% годовых. Однако, по сравнению с выпусками МТС бонды Вымпелкома сохраняют потенциал сужения спредов, поэтому мы сохраняем рекомендацию по их покупке.

В сентябре были размещены бонды Промсвязьбанка (B/B1/B) с погашением в 2010 году. Банк на 01.07.05 занимал 15 место по активам среди российских банков (69 млрд. р.) и 27 по размеру собственного капитала (5 млрд.р.). Если не принимать во внимание выпуски банков с государственным участием, то этот выпуск стал самым длинным на банковской кривой доходности. Тем не менее, интерес со стороны участников рынка оказался высоким: предварительный ориентир по доходности с 8.75% опустился до 8.5%, а на самом аукционе спрос превысил предложение более, чем в 3 раза. В течение же двух первых торговых дней доходность снизилась до 8.1%. Однако и этот уровень нам кажется завышенным: близким по дюрации к Промсвязьбанку можно считать выпуск РусСтандарт-10 (B+/Ba2, 18 место по размеру активов и собственного капитала). Мы полагаем, что спрэд 90 б.п. неадекватно отражает разницу в рейтинге на 2 ступени и ожидаем сужения спреда до 30-50 б.п.

В целом мы продолжаем придерживаться селективной стратегии, и в ее русле сохраняем рекомендации по покупке бумаг Синека-15 (Ba1/BB) и Северстали-14 (B+/B2). Первые по сути являют субфедеральным долгом Республики Татарстан, и премия к суверенной кривой в размере 190 б.п. является, по нашему мнению, завышенной. Относительно Северстали мы ожидаем повышения рейтинга, что должно улучшить кредитное качество компании.

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	1,7%	235	-46
Argentina	9,1%	349	-90
Brazil	3,1%	341	-68
Bulgaria	-0,6%	71	-19
Chile	-1,0%	55	0
China	-1,1%	60	-5
Columbia	3,2%	240	-67
Ecuador	5,5%	634	-93
Hungary	-1,4%	52	-6
Malaysia	-1,3%	82	-1
Mexico	-0,6%	149	-16
Morocco	0,9%	99	-29
Nigeria	1,5%	306	-124
Peru	1,6%	183	-40
Philippines	2,3%	375	-58
Poland	-1,0%	42	-9
Russia	0,9%	92	-37
South Africa	-0,2%	74	-19
Turkey	2,5%	237	-56
Ukraine	0,4%	157	-17
Uruguay	3,6%	310	-66
Venezuela	6,6%	303	-116

Источник: J.P. Morgan

## Прошедшие размещения

Ввиду того, что ВТБ перенес выпуск своих облигаций на конец октября, наши ожидания нового исторического максимума в корпоративном сегменте первичного рынка не оправдались. Вместе с тем, мы отмечаем, что на первичном рынке общее настроение летних месяцев сохранилось, и сентябрь был насыщен новыми размещениями, общий объем которых составил 27.5 млрд. руб. Инвесторы «проглатывали» новые выпуски как горячие пирожки на морозе, что обеспечивало эмитентам наилучшие условия по ставкам. Нижняя граница диапазона, на который ориентировали организаторы, воспринималась большинством участников аукциона скорее как верхний предел, что нашло прямое отражение в результатах размещений.

Об итогах первых сентябрьских аукционов, в частности, облигаций ООО «Финансконтракт» и ООО «Медведь-Финанс», которые состоялись, соответственно, 6 и 7 сентября мы писали ранее. (См. предыдущий ежемесячный монитор)

**14** сентября через SPV ООО «Финанс Интернэшнл Инвест» свой второй выпуск разместил Финансбанк. На участие в аукционе инвесторами было подано 66 заявок на сумму 6.28 млрд. руб. Весь выпуск был размещен 10 сделками.

По итогам конкурса ставка первого купона была установлена в размере 8.33% годовых, что соответствует доходности 8.51% годовых и гораздо ниже наших ожиданий. Принимая во внимание низкую ликвидность первого выпуска, мы оценивали эффективную доходность облигаций второй серии на уровне 9.25 – 9.75% годовых.

Организаторами выпуска выступили Дойчебанк и Объединенная Финансовая Группа.

**15** сентября в пятый раз на рынок рублевого долга вышел Банк Русский Стандарт, представив инвесторам пятилетние облигации в объеме 5 млрд. руб. Этот выпуск по праву получил статус крупнейшего среди займов, размещенных российским частными банками.

По оценкам организаторов, размещение прошло даже лучше оптимистичных ожиданий. Спрос более чем в 1.8 раза превысил предложение. Всего инвесторами было подано 66 заявок на сумму 9.099 млрд. руб., содержащих ставки купона в диапазоне от 7.12% до 8.7%. В ходе торгов было удовлетворено 14 заявок. Выпуск был размещен полностью. Ставка купона на первые полтора года обращения облигаций была установлена в размере 7.6% годовых, что соответствует доходности к полуторалетней оферте 7.75% годовых. Столь удачному размещению во многом способствовал значительный спрос со стороны нерезидентов, по заявлениям организаторов, международными инвесторами было приобретено более половины выпуска.

В синдикат по размещению наряду с организаторами, ING Bank и Газпромбанком, вошли Международный Московский Банк, Банк Петрокоммерц и Промышленно-Строительный Банк.

**21** сентября на ММББ состоялся аукцион по облигациям третьей серии ООО «Русский Алюминий Финансы», SPV ОАО «РусАл». Самый масштабный среди размещенных в сентябре выпуск объемом 6 млрд. руб. был полностью размещен в результате торгов. По оценкам организаторов, спрос на облигации составил около 7.5 млрд. руб.

По итогам конкурса ставка купона на весь период обращения составила 7.2% годовых, что определило доходность к погашению на уровне 7.33% годовых.

Организаторами данного выпуска выступили Газпромбанк, Росбанк и Банк Союз. Также в синдикат по размещению вошли Внешторгбанк, Номос Банк, Ханты-Мансийский Банк, Банк Москвы, национальный Резервный Банк, Промышленно-Строительный Банк, Инвестиционный банк КИТ Финанс.

Три аукциона по размещению состоялось 22 сентября. Инвесторы получили возможность диверсифицировать вложения между банковским сектором, авиапромом и телекоммуникациями.

Финанс Интернэшнл Инвест-2

**Размещение:** 14 сентября 2005  
**Объем:** 2.5 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 2 года (1 год)  
**Купон:** полугодовой, 1-2 купон – 8.33% годовых, 3-4 купоны определяет эмитент  
**Доходность к погашению (оферте):** - (8.51%)  
**Организаторы:** Дойчебанк, Объединенная Финансовая Группа

Русский Стандарт-5

**Размещение:** 15 сентября 2005  
**Объем:** 5 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (1.5 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-3 купонов – 7.6% годовых, по остальным купонам ставка определяется эмитентом  
**Доходность к погашению (оферте):** - (7.75%)  
**Организаторы:** Газпромбанк, ING Bank

Русский Алюминий Финанс - 3

**Размещение:** 21 сентября 2005  
**Объем:** 6 млрд. руб.  
**Срок до погашения:** 3 года  
**Купон:** полугодовой, ставка купона на весь период обращения – 7.2% годовых  
**Доходность к погашению:** 7.33%  
**Организатор:** Росбанк, Газпромбанк, Банк Союз

Хоум энд Кредит Финанс Банк разместил третий облигационный выпуск в объеме 3 млрд. руб. сроком на 5 лет с офертой через 1.5 года. В ходе аукциона было рассмотрено 48 заявок на сумму около 4.2 млрд. руб., содержащих ставку купона в диапазоне от 7.25% до 8.75% годовых.

В результате торгов выпуск был размещен полностью, ставка первых шести купонов была утверждена в размере 8.25% годовых, что соответствует доходности к оферте 8.51% годовых и совпадает с нашим прогнозом. Оценивая справедливую доходность данного выпуска, мы отмечали, что главным ориентиром для инвесторов станут результаты размещения пятого выпуска Банка Русский Стандарт (7.75% годовых к полуторалетней оферте). При этом необходимую премию за разницу в кредитном качестве мы закладывали в размере 75 б. п. к доходности Русский Стандарт-5.

Организаторами выпуска выступили Внешторгбанк и Райффайзенбанк Австрия. В синдикат по размещению вошли: Международный Московский Банк, Росбанк, Ренессанс Капитал, Дрезднер Банк, Номос-Банк, Банк Петрокоммерц, Еврофинанс Моснарбанк, Банк Союз, Стандарт Банк, ИГ Регион.

Также третий выпуск объемом 3.25 млрд. руб. разместила Корпорация «Иркут». Отсутствие оферты при пятилетнем сроке обращения совсем не смутило инвесторов: спрос превысил предложение почти вдвое. Из 144 заявок на участие в размещении была удовлетворена 101. Выпуск был размещен полностью. Ставка купона на весь период обращения была установлена в размере 8.74% годовых, что определило доходность к погашению в размере 8.93%, что несколько ниже наших ожиданий. Исходя из оценки кредитного качества эмитента и принимая во внимание столь длинную дюрацию выпуска, мы оценили справедливую доходность облигаций Иркут-3 на уровне 9.1% - 9.3% годовых к погашению.

В синдикат, сформированный организатором выпуска, МДМ Банком, вошли: Сбербанк и Внешторгбанк в статусе соорганизаторов, а также Номос-Банк, Банк Москвы, Еврофинанс Моснарбанк, Промсвязьбанк, Банк Союз, Ханты-Мансийский Банк.

Аукцион по пятилетним облигациям ОАО «Сибирьтелеком» также не остался без внимания инвесторов и в очередной раз подтвердил их высокую активность на первичном рынке. Переспрос составил более 70% от объема выпуска. Всего инвесторами было выставлено 68 заявок на участие на сумму 3.441 млрд. руб. В результате аукциона ставка купона была утверждена на уровне 7.85% годовых, что соответствует доходности к оферте через 3 года 8.0% годовых. Данное значение соответствует нашим ожиданиям. Принимая во внимание доходность двух обращающихся на рынке выпусков Сибирьтелекома, мы прогнозировали диапазон доходности Сибирьтелеком-6 на уровне 7.75% - 8.25% годовых.

Организатором данного выпуска является Связь-Банк, со-организатором стал Промсвязьбанк, также в составе синдиката по размещению: Банк Союз, ИК Регион, Еврофинанс Моснарбанк, КИТ Финанс, ММБ, Промышленно-Строительный Банк.

Вопреки всем замечаниям, что серьезные дела на пятницу не оставляют, 23 сентября на ММВБ состоялось два размещения: второй сезон на рублевом долговом рынке начали МПБК Очаково и Камаз.

Среди всех корпоративных размещений сентября аукцион по облигациям МПБК Очаково выдался самым ажиотажным. При объеме предложения 1.5 млрд. руб. заявок было подано на сумму 4.32 млрд. руб., таким образом, спрос почти втрое превысил предложение. В результате конкурса весь выпуск был размещен полностью, ставка купона на весь период обращения установлена в размере 8.5% годовых, что соответствует доходности к погашению 8.68% годовых. По нашему мнению, данный уровень доходности является не совсем адекватным для данного эмитента. Принимая во внимание текущее финансовое состояние компании и крайне низкую прозрачность финансовых потоков, мы оценивали справедливый спред Очаково-2 к облигациям Балтики, характеризующимся самой длинной дюрацией среди «пивных» выпусков, на уровне 210 б.п. – 260 б.п. Таким образом, справедливая доходность к погашению облигаций Очаково-2, по нашим прогнозам, должна находиться в интервале от 10% до 10.5% годовых.

Райффайзенбанком и Банком Преодоление, выступившими организаторами данного выпуска, был сформирован довольно внушительный синдикат, в который вошли: Газпромбанк, Банк Москвы, Банк Петрокоммерц, Внешторгбанк, Банк ЗЕНИТ, ММБ, ИК Атон, Банк Союз, ФК Уралсиб, Промышленно-строительный банк, Росбанк.

ХКФ Банк - 3

**Размещение:** 22 сентября 2005  
**Объем:** 3 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (1.5 года)  
**Купон:** ежеквартальный, ставка 1-6 купонов – 8.25% годовых, остальные определяются эмитентом  
**Доходность к погашению (оферте) – (8.51%)**  
**Организатор:** Внешторгбанк, Райффайзенбанк Австрия

Иркут-3

**Размещение:** 22 сентября 2005  
**Объем:** 3.25 млрд. руб.  
**Срок до погашения:** 5 лет  
**Купон:** полугодовой, ставка на весь период обращения – 8.74%  
**Доходность к погашению:** 8.93%  
**Организатор:** МДМ-Банк

Сибирьтелеком-6

**Размещение:** 22 сентября 2005  
**Объем:** 2 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (3 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-6 купонов – 7.85% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (оферте): - (8.0%)**  
**Организатор:** Связь-Банк

Очаково-2

**Размещение:** 23 сентября 2005  
**Объем:** 1.5 млрд. руб.  
**Срок до погашения:** 3 года, оферта не предусмотрена  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-4 купонов – 8.5% годовых, остальные определяет эмитент  
**Погашение:** 30% в дату выплаты 4 купона, 30% - в дату выплаты 5 купона, 40% - в дату погашения  
**Доходность к погашению:** 8.68% годовых  
**Организатор:** Райффайзенбанк, Банк Преодоление

Аукцион по облигациям ООО «КАМАЗ-Финанс» проходил в том же ключе, и его результаты стали для КАМАЗа неплохим подарком ко Дню машиностроителя, накануне которого проходило размещение. Весь выпуск был размещен полностью со ставкой первого купона в размере 8.45% годовых, что соответствует доходности к оферте через три года 8.63% годовых. В ходе размещения выпуска было рассмотрено 146 заявок от инвесторов на общую сумму более 3.78 млрд. руб.

Организаторами данного выпуска стали Банк ЗЕНИТ, Внешторгбанк и ИК Тройка Диалог.

Сдается, что октябрь также обещает быть урожайным на новые выпуски. Подтверждением этого является достаточно плотный график первой декады.

5 октября на ММВБ прошло размещение второго выпуска облигаций ОАО «Уралвагонзавод», эмитентом которого в очередной раз выступило SPV ООО «Уралвагонзавод-Финанс».

Данный выпуск инвесторы встретили с большим интересом. К участию в аукционе было подано 110 заявок на сумму более 5.39 млрд. руб., со ставкой первого купона на уровне от 8% до 10.25% годовых. В результате торгов ставка купона на первые два года обращения была установлена в размере 9.35% годовых, что соответствует доходности к оферте 9.57% годовых.

Используя в качестве ориентира по доходности первый выпуск УВЗ-Финанс, текущая доходность которого, по нашему мнению в полной мере соответствует кредитному качеству эмитента и принимая во внимание необходимость премии за более длинную дюрацию нового выпуска, мы оценивали справедливую доходность облигаций УВЗ-Финанс-2 на уровне 10.86% - 11.11% годовых.

Организаторами данного выпуска стали Банк Москвы и Газпромбанк, которыми был сформирован довольно внушительный синдикат по размещению, куда вошли: Номос-банк, АКБ Еврофинанс Моснарбанк, ИБ КИТ Финанс, Росбанк, Газэнергопромбанк, Ханты-Мансийский Банк, Банк Союз, ИК Русс-Инвест.

6 октября на ММВБ проходило три размещения.

Второй выпуск облигаций объемом 2 млрд. руб. представила инвесторам Группа компаний Разгуляй. К участию в аукционе по размещению было выставлено 66 заявок на общую сумму 2.33 млрд. руб., содержащих ставку первого купона в интервале от 9.9% - 12%. Столь широкий диапазон, возможно, объясняется неоднозначным восприятием инвесторами данного эмитента. С одной стороны, его кредитное качество выше ряда отраслевых аналогов, и Разгуляй единственный из компаний российского АПК, кто публикует свою аудированную отчетность по МСФО. С другой,стораживают существующие финансовые и операционные риски, а также крайне низкая, несмотря на наличие отчетности по МСФО, прозрачность холдинга. В результате торгов ставку первого купона была утверждена на уровне 11.5% годовых, что соответствует доходности 11.83% годовых к полуторалетней оферте и совпадает с нашими ожиданиями. Весь выпуск был полностью размещен 65 сделками.

Организаторами выпуска выступали ТрасКредитБанк и Газпромбанк, статус со-организаторов получили Национальный Резервный Банк и ФК Мегатрастойл, а держателями выпуска стали АКБ Еврофинанс Моснарбанк, ИБ КИТ Финанс, ИК Русс-Инвест.

Достаточно успешно дебютировали на рынке ОАО «Европейская подшипниковая корпорация» и ООО «МИР-Финанс».

Спрос при размещении облигаций ЕПК более чем в 2 раза превысил предложение: всего инвесторами было выставлено 104 заявки на 2.11 млрд. руб. Весь выпуск был размещен 52 сделками. Ставка первого купона была утверждена эмитентом в размере 8.75% годовых, что соответствует доходности 8.94% годовых. Это несколько ниже наших ожиданий, мы прогнозировали, что доходность данного выпуска попадет в диапазон 9.3% - 9.7% годовых.

Организатором выпуска, Промсвязьбанком, был сформирован синдикат, в состав которого вошли: АК Барс Банк, Альфа-Банк, Газэнергопромбанк, Номос-Банк, Промстройбанк, ИК Регион, Банк Россия, ИК РУСС-Инвест, Банк Союз.

Камаз-Финанс-2

**Размещение:** 23 сентября 2005  
**Объем:** 1.5 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (3 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-6 купонов – 8.45% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (оферте):** - (8.63%)  
**Организатор:** Банк ЗЕНИТ, Внешторгбанк, Тройка Диалог

Уралвагонзавод-Финанс-2

**Размещение:** 5 октября 2005  
**Объем:** 3 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (2 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-4 купонов – 9.35% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (оферте):** - (9.57%)  
**Организатор:** Газпромбанк, Банк Москвы

Разгуляй-Финанс

**Размещение:** 6 октября 2005  
**Объем:** 2 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 3 года (1.5 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-3 купонов – 11.5% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (первой оферте):** - (11.83%)  
**Организатор:** Промсвязьбанк

ЕПК

**Размещение:** 6 октября 2005  
**Объем:** 1 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 3 года (1 год, 2 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-2 купонов – 8.75% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (первой оферте):** - (8.94%)  
**Организатор:** Промсвязьбанк

Аукцион по облигациям ООО «МИР-Финанс», SPV одного из ведущих трейдеров бытовой техники Группы «МИР», не остался без внимания инвесторов. В ходе конкурса эмитентом была рассмотрена 71 заявка на 1.63 млрд. руб., что определило переспрос на уровне 630 млн. руб. По итогам торгов весь выпуск был размещен полностью, ставка первого купона была утверждена в размере 9.89% годовых, эффективная доходность к оферте в декабре 2006 г. составила 10.17% годовых.

Организатором данного выпуска выступил Росбанк, со-андеррайтерами выпуска стали Промсвязьбанк, Национальный Резервный Банк, Ханты-Мансийский Банк, Банк Союз

7 октября состоялось размещение дебютного выпуска двухлетних облигаций КБ Кедр объемом 450 млн. руб.

В ходе торгов на ММВБ выпуск был размещен полностью. Ставка первого купона была утверждена в размере 11% годовых, что соответствует доходности к оферте через год 11.46%.

Организатором займа выступила Инвестиционно-финансовая компания ТатИНК, со-организатором – ИБ КИТ Финанс. В синдикат по размещению вошли также АК БАРС Банк и Банк Союз.

11 октября дебютировал на рынке рублевых облигаций казахский ТуранАлем Банк, через российское SPV «ТуранАлем-Финанс».

Размещение пятилетних облигаций объемом 3 млрд. руб. проходило в условиях ажиотажного спроса, к участию в конкурсе инвесторами было выставлено 39 заявок на сумму 7.7 млрд. руб., содержащих ставку первого купона в диапазоне от 6.18 до 6.69% годовых. Весь займ был размещен в ходе аукциона.

Мы полагаем, что активное участие в размещении банков-нерезидентов может в значительной мере ограничить ликвидность данного выпуска на вторичном рынке: слишком велика привлекательность бумаг ТуранАлема для формирования структурных продуктов.

Организаторами выпуска Райффайзенбанком Австрия и ИГ Атон был сформирован очень представительный синдикат, в состав которого вошли: Dresdner Bank, Еврофинанс-Моснарбанк, Импэксбанк, ING Bank, Брокерская Компания Резерв-Инвест, Credit Swiss First Boston, Международный Московский Банк, Промышленно-строительный банк, ИГ Регион, Ханты-Мансийский Банк.

12 октября «вышел в свет» еще один дебютант ОАО «Волгабурмаш» с трехлетними облигациями на 600 млн. руб.

Весь выпуск был размещен полностью в ходе аукциона, к участию в котором инвесторами было выставлено 66 заявок на сумму 794.53 млн. руб. Таким образом, спрос превысил предложение более чем на 30%. Ставки купона, указанные в заявках на участие, находились в диапазоне от 9% до 11.5% годовых. В результате аукциона ставка первого купона была установлена в размере 11.1% годовых, что определило доходность к ближайшей оферте в октябре 2006 г. на уровне 11.41% годовых.

Организатором данного выпуска является ВБРР. В состав сформированного им синдиката вошли: КБ Самарский Кредит, Русские Фонды, Ханты-Мансийский Банк, Банк Союз, ИБ КИТ Финанс, ИК Русс-Инвест, ИК Газинвест.

Мир-Финанс

**Размещение:** 6 октября 2005  
**Объем:** 1 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 2 года 3 мес. (3 мес., 15 мес.)  
**Купон:** выплата первого купона через 3 мес., остальные - полугодовые, ставка 1-3 купонов – 9.89% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (второй оферте):** - (10.17%)  
**Организатор:** Росбанк

КБ Кедр

**Размещение:** 7 октября 2005  
**Объем:** 450 млн. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 2 года (1 год)  
**Купон:** ежеквартальный, ставка 1-4 купонов – 11% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (оферте):** - (11.46%)  
**Организатор:** ТатИНК

ТуранАлем – Финанс

**Размещение:** 11 октября 2005  
**Объем:** 3 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (1 год)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-2 купонов – 6.4% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (оферте):** - (6.5%)  
**Организатор:** Атон, Райффайзенбанк

Волгабурмаш

**Размещение:** 12 октября 2005  
**Объем:** 600 млн. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 3 года (1 год, 2 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-2 купонов – 11.1% годовых, остальные определяет эмитент  
**Доходность к погашению (первой оферте):** - (11.41%)  
**Организатор:** ВБРР

## Предстоящие размещения

Мы ожидаем, что общий объем корпоративных выпусков, запланированных на октябрь, составит более 33 млрд. руб. Не принимая во внимание выход ВТБ, мы отмечаем, что масштабы отдельных выпусков несколько скромнее, чем в сентябре. Стоит отметить, что с каждым днем растет список дебютантов долгового рынка. Текущая благоприятная конъюнктура первичного рынка мотивирует самых разнообразных эмитентов успеть «оказаться в нужное время в нужном месте».

О своем намерении разместить в октябре третий выпуск облигаций заявил Альянс «Русский Текстиль». В настоящее время на рынке уже обращаются два выпуска объемом 500 млн. и 1 млрд. руб., погашение которых должно состояться соответственно в сентябре 2006 г. и марте 2009 г.

С момента размещения второго выпуска портрет эмитента не претерпел существенных изменений. Крайне низкая рентабельность в купе с обременительной долговой нагрузкой остаются главными рисками крупнейшего в России вертикально-интегрированного холдинга текстильной отрасли.

Согласно сводной отчетности, консолидирующей результаты производственных предприятий холдинга и региональных компаний комиссионеров, выручка Русского Текстиля за первые 6 мес. 2005 г. составила 4.13 млрд. руб., при этом рентабельность по EBITDA составила 5%. Увеличение в структуре сбыта доли продукции, характеризующейся более высокой добавленной стоимостью находит отражение в росте нормы прибыли, однако ее текущие уровни еще не позволяют обеспечивать адекватного покрытия растущего долга. За 6 мес. 2005 г. общий объем обязательств Русского текстиля по кредитам и займам увеличился с 1.75 млрд. руб. до 2.98 млрд. руб. Текущий уровень EBITDA покрывает совокупный долг лишь на 13%.

Агрессивная инвестиционная программа по развитию новых производств требует значительного объема финансовых ресурсов, значительная часть которых привлекается из внешних источников, что усиливает риски компании по обслуживанию своих обязательств.

Оценка финансового состояния Альянса Русский Текстиль по методике Банка ЗЕНИТ, с учетом корректировки на новый займ, составляет 0.75, что соответствует высокому риску.

Рассматривая в качестве ориентира по доходности выпуски Русский Текстиль-1 (12.01% к погашению в сентябре 2006 г.) и Русский Текстиль-2 (10.56% к оферте в марте 2006 г.), мы оцениваем справедливый спрэд облигаций Альянса к кривой Москвы на уровне 620 – 650 б.п. Таким образом, принимая во внимание, что текущая доходность близких по дюрации облигаций Москва-42 составляет 5.69% годовых, мы полагаем, что доходность нового выпуска будет находиться в диапазоне 11.9% - 12.3% годовых к двухлетней оферте.

В сегменте банковских облигаций в конце октября состоится размещение второго выпуска облигаций Славинвестбанка объемом 900 млн. руб. сроком на 3 года.

По итогам первого полугодия 2005 г. эмитент занимал 111 место в банковском рейтинге «Эксперт-200» по величине активов и 99 по величине собственного капитала. Кроме того, The Bankers Almanac присвоил Славинвестбанку 74 место в России.

Эмитент придерживается концепции универсального банка, предоставляя клиентам широкий спектр банковских услуг. Перспективы своего развития Славинвестбанк связывает с развитием розничного бизнеса и созданием региональной сети, охватывающей крупнейшие города России, а также экспансией на рынки банковских услуг стран СНГ.

Кредитное качество Славинвестбанка было оценено рейтинговым агентством Moody's на уровне «B1», прогноз рейтинга депозитов в иностранной валюте «Стабильный».

Росту инвестиционной привлекательности эмитента способствует участие в капитале Казахского банка «ТуранАлем», который напрямую владеет 15.63% акций Славинвестбанка и планирует в ближайшей перспективе увеличить свое присутствие в капитале банка до 99.79%.

Исходя из уровня доходности наиболее близких по срочности и кредитному качеству банковских выпусков, мы оцениваем диапазон справедливой доходности облигаций Славинвестбанка-2 к полуторалетней оферте в диапазоне 10%-10.5% годовых. Этот уровень

Русский Текстиль-3

**Размещение:** 25 октября 2005 г.  
**Объем:** 1.2 млрд. руб.

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

**Купон:** полугодовой, ставка купона до оферты устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом.

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организаторы:** ТрансКредит-Банк

Славинвестбанк-2

**Размещение:** октябрь 2005 г.  
**Объем:** 900 млн. руб.

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

**Купон:** полугодовой, ставка купона до оферты устанавливается на аукционе, по остальным определяется эмитентом.

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организаторы:** Банк ЗЕНИТ

обеспечивает адекватную на наш взгляд премию к недавно размещенному выпуску ключевого акционера эмитента, Банка ТуранАлем (6.5% к оферте на год), в размере 300 б.п. - 350 б.п.

Список дебиантов долгового рынка в конце октября - начале ноября планирует пополнить Группа «Марийский НПЗ», разместив трехлетние облигации в объеме 800 млн. руб. через SPV «Марийский НПЗ – Финанс».

В составе Группы объединены производственные мощности Марийского нефтеперерабатывающего завода, специализирующегося, главным образом, на выпуске прямогонного бензина, дизельного топлива и судовых видов мазута, собственный торговый дом, координирующий поставки сырья и оптовую торговлю нефтепродуктами, а также торговые представительства Марийского НПЗ в портовых городах (Калининграде, Мурманске, Санкт-Петербурге, Темрюке).

Бизнес-стратегия эмитента направлена на укрепление текущих позиций в узких сегментах рынка нефтепродуктов, в частности на рынке судовых видов топлива. Перспективы развития компания связывает с увеличением мощностей по переработки нефти с текущих 580 тыс. тонн до 1300 тыс. тонн в год, диверсификацией ассортиментной линейки.

В качестве приоритетного направления эмитентом выделено развитие рынка морской бункеровки в акваториях, на промыслах и рейдах в Калининграде, Мурманске и порту Кавказ (г. Темрюк). В рамках реализации этого направления эмитентом были приобретены два морских танкера-буксировщика для продажи нефтепродуктов в северо-восточной Атлантике, а также продолжаются работы по строительству нефтепродуктовых перевалок в портах Санкт-Петербурга и Калининграда.

Независимость эмитента от крупных ВИНК подчеркивает существующий риск поддержания бесперебойных поставок сырья, который Группа стремится компенсировать налаженными связями с такими поставщиками сырой нефти, как ООО СП «Ваньеганнефть», ЗАО «Сургутнефтегаз» и ОАО ТК «Транснефть». Стабильности сбыта продукции марийского НПЗ в значительной мере способствуют налаженные поставки дизельного топлива по госзаказу для Министерства обороны и МВД.

Текущие позиции эмитента в общероссийском масштабе нефтепереработки выглядят достаточно скромно – 0.27%. Вместе с тем, рынок флотского мазута Марийский НПЗ в равных долях делит с дочерней компанией Лукойла, ОАО «Лукойл-Пермнефтеоргсинтез».

Поскольку единая структура Группы Марийский НПЗ юридически не оформлена, аудированная консолидированная отчетность отсутствует. Вместе с тем, с целью более полного раскрытия информации о финансовом состоянии эмитент в информационном меморандуме публикует свою управленческую отчетность, консолидирующую результаты деятельности всех предприятий Группы и составленную без учета внутренних оборотов.

Согласно данной отчетности, по итогам прошлого года оборот Группы Марийский НПЗ составил более 2.76 млрд. руб. При этом валовая прибыль на уровне 519.6 млн. руб. «растаяла» под натиском текущих расходов. Итоговим финансовым результатом Группы в 2004 г. был чистый убыток в размере 11.12 млн. руб.

За первые 6 месяцев 2005 г. выручка эмитента составила 2.14 млрд. руб., что на 71.5% выше аналогичного показателя прошлого года. Мероприятия, направленные на сокращение текущих расходов, обеспечили операционную прибыль на уровне 107.5 млн. руб. Чистая прибыль за полугодие составила 49.56 млн. руб. По итогам 6 месяцев 2005 г. рентабельность компании по EBITDA была на уровне 8%.

Реализация инвестиционной программы, направленной на расширение масштабов бизнеса обуславливает активное использование эмитентом кредитного плеча. В результате чего общий уровень долговой нагрузки Группы довольно велик: debt ratio по итогам первого полугодия был на уровне 54%, в абсолютном выражении общая сумма обязательств по выданным займам и кредитам превысила 1.23 млрд. руб. При этом EBITDA покрывает суммы задолженности по кредитам и займам только на 13%.

Оптимизировать долговую нагрузку эмитент намерен, используя часть средств от размещения облигационного займа в объеме 800 млн. руб. Полуторалетняя оферта, предусмотренная условиями выпуска, позитивно скажется на срочности кредитного портфеля.

С учетом корректировки на новый заем оценка финансового состояния Группы Марийский НПЗ по методике Банка ЗЕНИТ составит 1.01, что соответствует умеренному риску.

В качестве ориентира по доходности облигаций «Марийский НПЗ-Финанс» мы рассматриваем выпуск Удмуртнефтепродукта, доходность которого при размещении 30.08.2005 г. составила 9.79% годовых к оферте.

Марийский НПЗ

**Размещение:** октябрь – ноябрь 2005 г.

**Объем:** 800 млн. руб.

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

**Купон:** полугодовой, ставка 1-3 купонов определяется на аукционе, по остальным устанавливается эмитентом

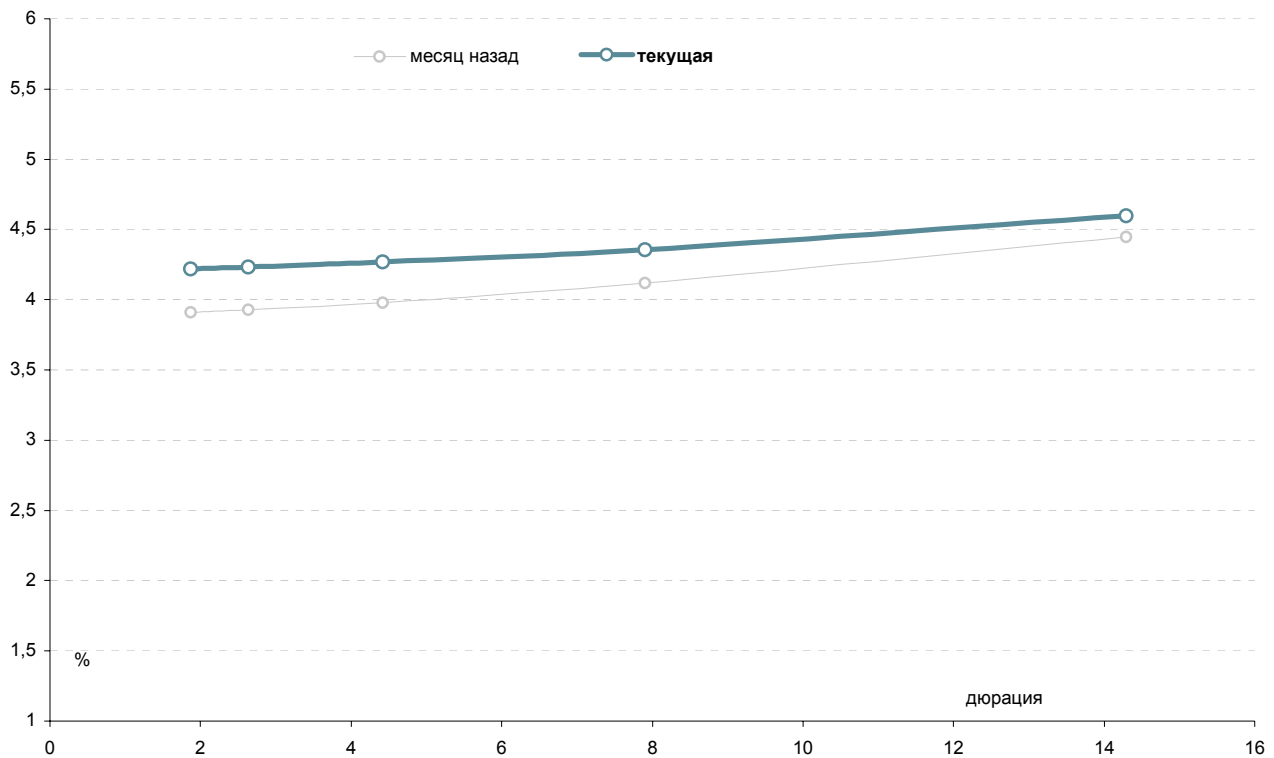
**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организатор:** ИК Еврофинанс

При схожих рисках высокой зависимости от конъюнктуры нефтяного рынка и весомой долговой нагрузки, мы отмечаем, что операционные риски Марийского НПЗ требуют дополнительной премии в доходности. Исходя из этого, мы полагаем, что справедливая премия в доходности нового выпуска к облигациям Удмуртнефтепродукт на уровне 320 – 350 б.п. будет вполне адекватной. Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность облигаций Марийский НПЗ-Финанс к полуторалетней оферте на уровне 13% - 13.3% годовых.

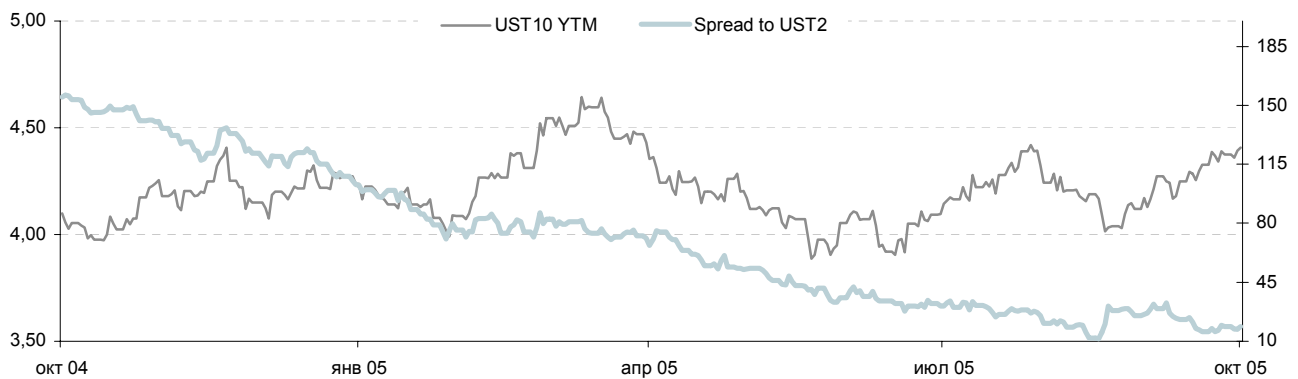
# Приложение 1. US Treasuries

## Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

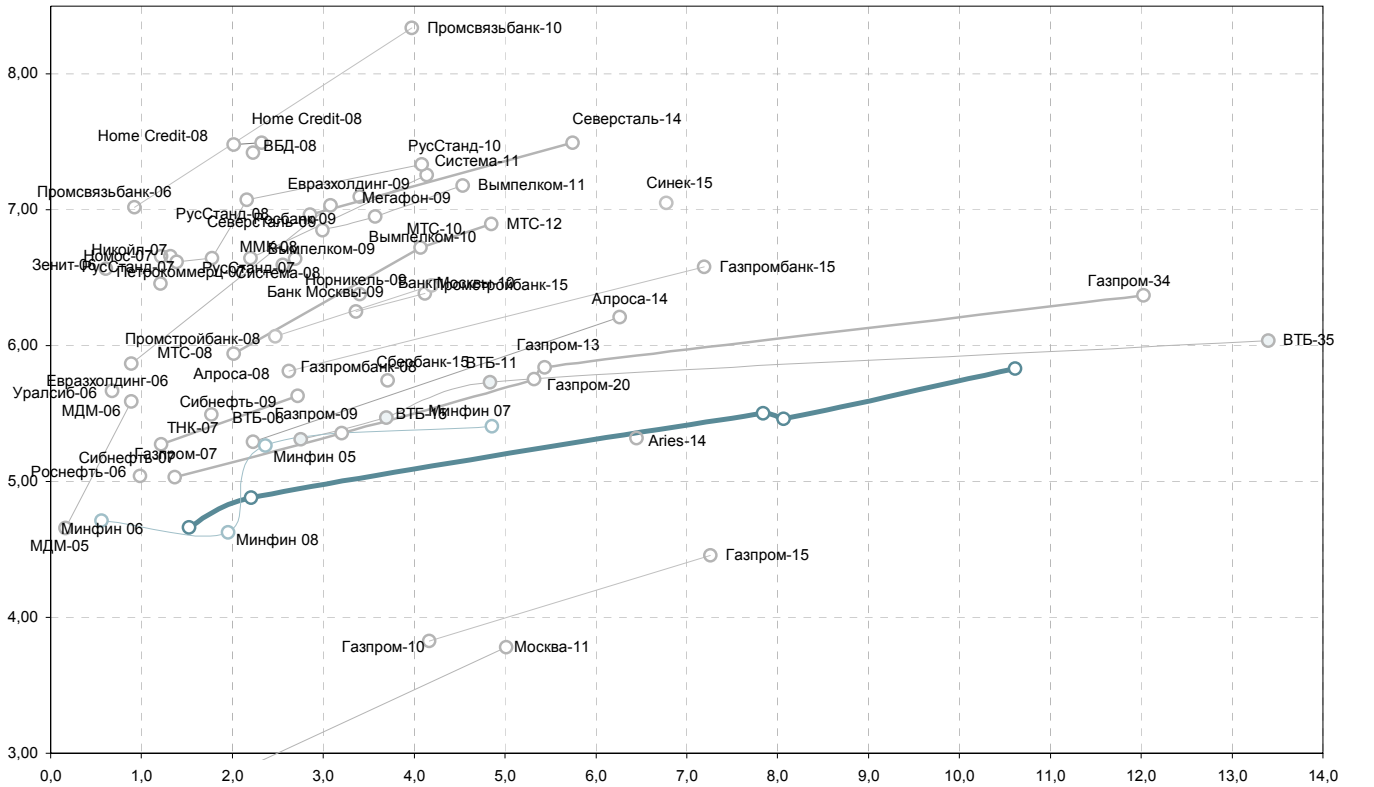
## Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

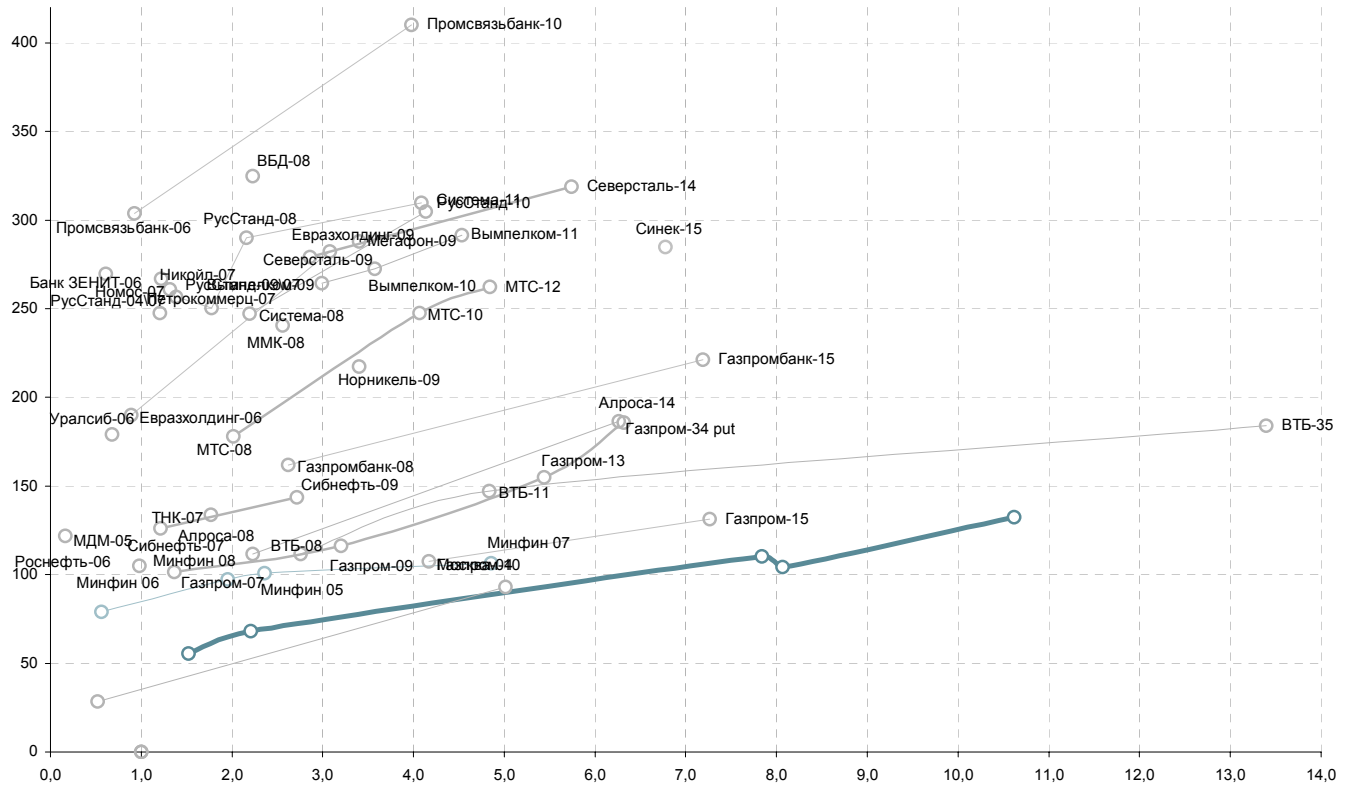
# Приложение 2. Еврооблигации

## Кривая доходности российских еврооблигаций



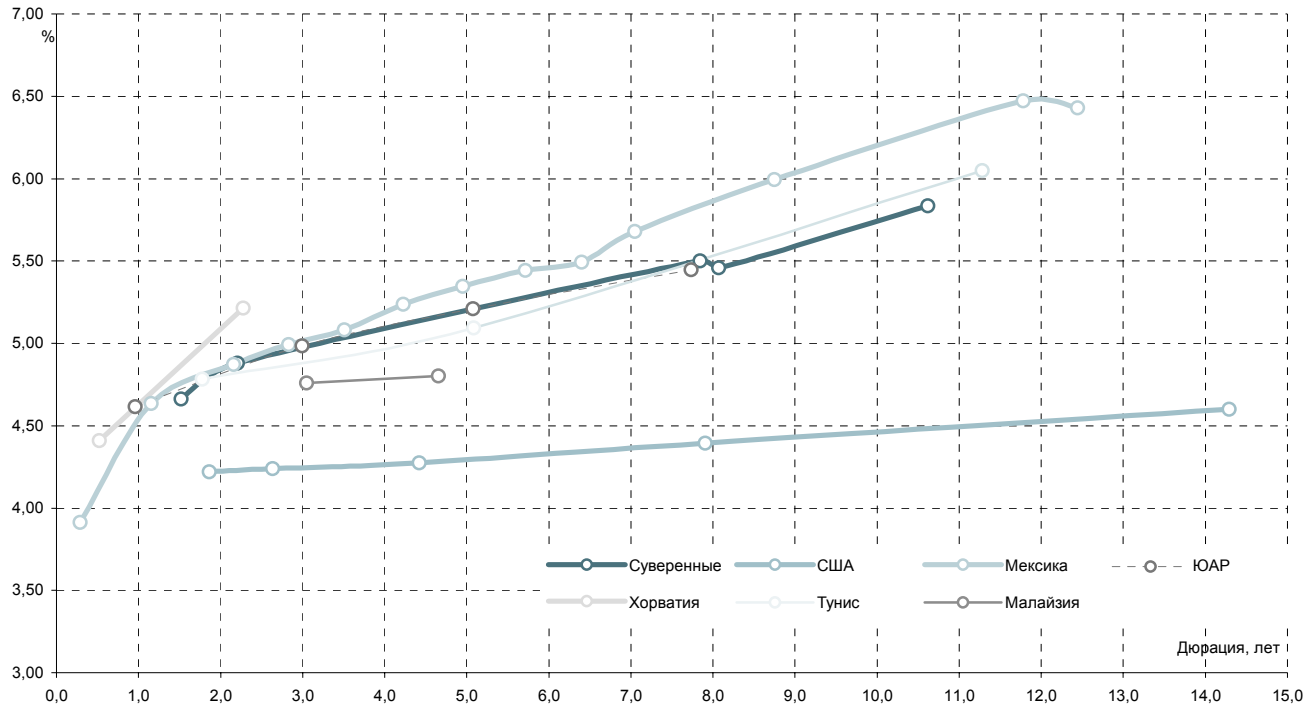
Источник: Bloomberg

## 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

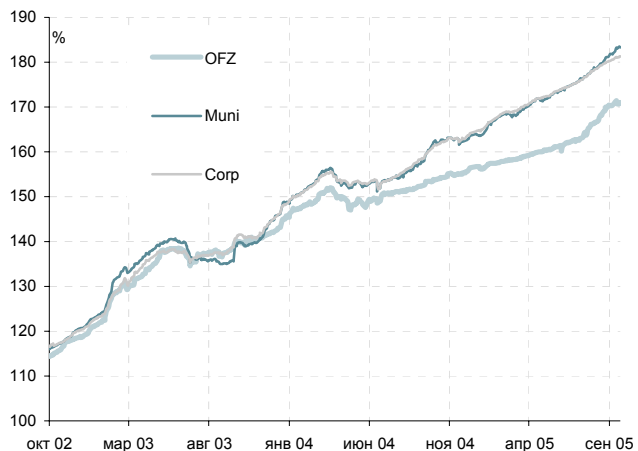
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
<b>Sovereign</b>									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa3 /+ /BBB-/BBB	108,38	108,57	4,72	1,52	54
Russia-10 \$	3/31/2010	2 820	8,25	Baa3 /+ /BBB-/BBB	107,51	107,63	4,859	2,21	201
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa3 /+ /BBB-/BBB	149,69	149,94	5,512	7,84	108
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa3 /+ /BBB-/BBB	186,24	186,37	5,837	10,62	127
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa3 /+ /BBB-/BBB	113,20	113,30	5,466	8,07	88
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Ba1 /+ /BBB-/BBB	98,92	99,01	4,787	0,56	71
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB-/BBB	96,79	96,82	4,631	1,96	41
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Ba2 /+ /BBB-/BBB	94,46	94,66	5,31	2,36	101
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Ba1 /+ /BBB-/BBB	88,52	88,65	5,423	4,86	106
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Ba2 /+ /BBB-	105,80	105,90	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Ba2 /+ /BBB-	116,27	116,52	3,327	3,53	64
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Ba2 /+ /BBB-	129,99	130,36	5,342	6,45	97
<b>Regional</b>									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa3/BBB-/BBB	104,32	104,41	2,464	0,52	36
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa3/-/BBB	113,68	114,05	3,815	5,02	94
<b>Oil &amp; Gas</b>									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB-	105,55	105,92	5,158	1,37	100
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB-	117,90	118,35	5,413	3,20	115
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB-/BB+	117,23	117,58	3,864	4,17	109
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB-	121,99	122,39	5,872	5,44	154
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	(P)Baa2	110,58	110,88	4,475	7,26	130
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB-/BBB-	106,98	107,23	6,432	8,92	198
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa2 /+ /BB-/BB /+ +	129,19	129,44	6,381	12,02	178
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba3 /+ /BB-	107,59	107,84	5,367	1,21	124
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba3 /+ /BB-	114,71	114,96	5,672	2,72	143
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB/BB+	110,29	110,54	5,556	1,77	133
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa3 /+ /B-	107,91	108,07	5,119	0,98	102
<b>Telecommunications</b>									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	107,76	108,01	6,001	2,01	177
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	106,66	106,91	6,75	4,07	247
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	105,28	105,53	6,921	4,85	261
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	B1/BB	109,79	110,04	6,887	2,99	263
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	B1/BB	103,59	103,84	6,983	3,57	272
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	(P)B1/BB	105,50	105,75	7,206	4,54	290
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B2/B+	102,93	103,18	7,133	3,40	287
<b>Industrials</b>									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	107,90	108,15	6,699	2,20	247
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	106,72	106,97	7,286	4,14	300
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	102,31	102,56	6,416	3,40	216
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	103,53	103,78	6,639	2,56	240
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	104,47	104,87	7,033	2,86	279
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/B+ /+ -	110,39	110,89	7,533	5,74	317
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	102,24	102,49	7,476	2,23	324
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B	106,42	106,67	5,345	2,23	111
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B	118,02	118,27	6,227	6,26	185
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B3/BB-	102,56	102,70	5,946	0,891	187
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B3/BB-	112,33	112,58	7,068	3,078	281
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	104,51	104,51	7,053	6,778	266
<b>Banks</b>									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	5,41	Baa2 /+ /BBB	101,28	101,38	4,558	0,03	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	Baa2 /+ /BBB-	101,57	101,82	6,537	3,71	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	Baa2 /+ /BBB	104,22	104,47	5,354	2,76	111
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	Baa2 /+ /BBB	108,60	108,85	5,757	4,84	146
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	Baa2 /+ /BBB-	102,93	103,18	6,563	3,69	124
Vneshtorgbank-35	7/2/2035	1 000	6,25	Baa2 /+ /BBB	102,66	102,91	6,046	13,40	145
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa2 /+ /B+	103,70	103,95	5,857	2,62	161
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa2 /+ +	105,77	106,02	6,289	3,36	203
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa2 /+ +	103,99	104,24	6,415	4,12	214
MDM-05 \$	12/16/2005	200	10,75	Ba2/B+	100,92	100,96	4,788	0,16	115
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/A- /+ /B+	103,09	103,32	5,717	0,89	156
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B-	101,51	101,67	6,695	0,61	266
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B-/B	102,04	102,21	5,795	0,68	175
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	B1/B	102,76	103,06	6,775	1,22	264
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	B1/B	102,82	103,13	6,581	1,21	245
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	B1/NR	102,91	103,12	6,735	1,32	259
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	102,73	102,98	6,706	1,38	255
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	101,82	102,07	6,716	1,78	250
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	B1/B	102,99	103,14	7,096	0,93	301

Источник: Bloomberg

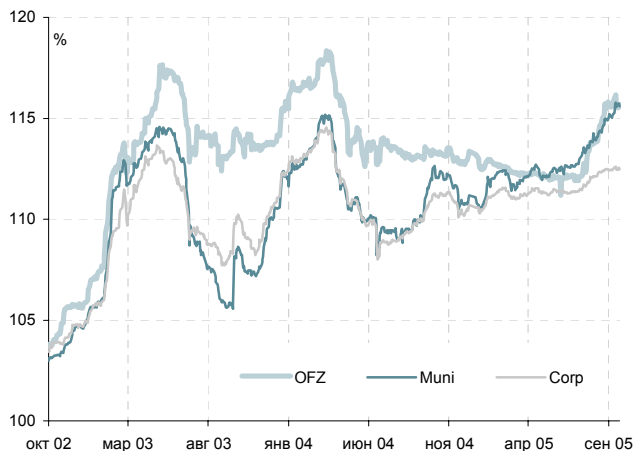
# Приложение 3. Российский долговой рынок

## Индексы рынка рублевых облигаций

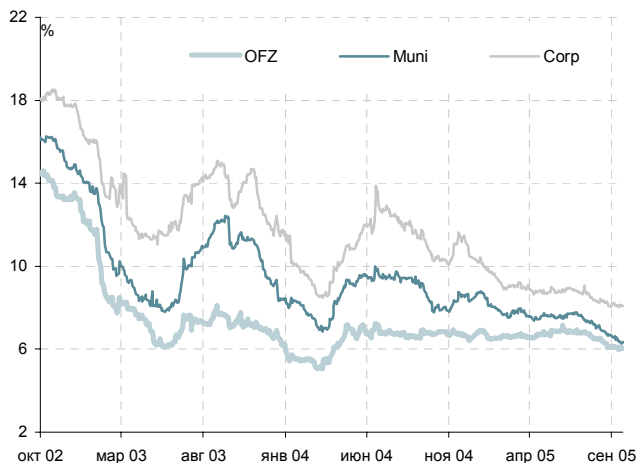
**Индекс совокупного дохода**



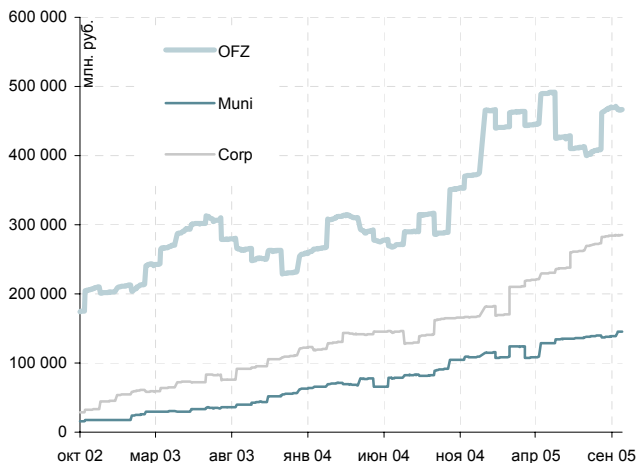
**Индекс цен**



**Динамика доходности**



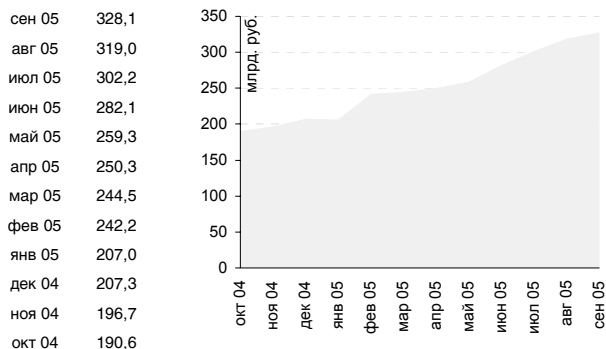
**Динамика капитализации**



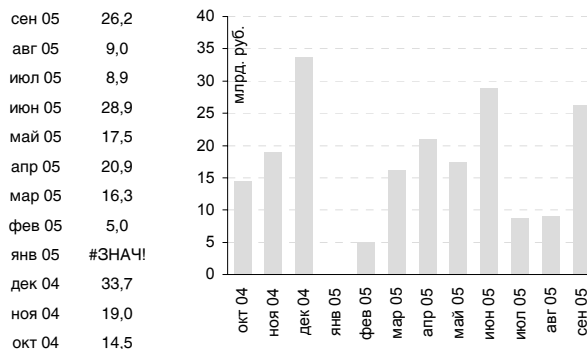
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ  
 Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

## Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

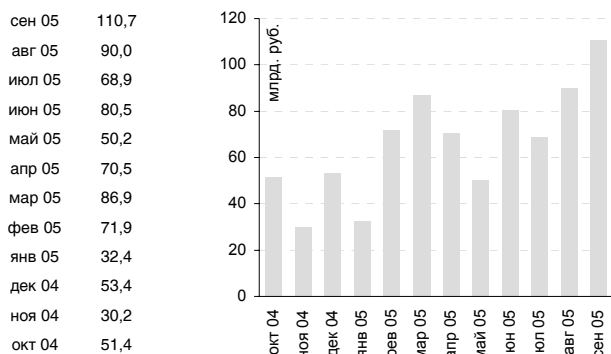
### Емкость рынка\*



### Первичные размещения



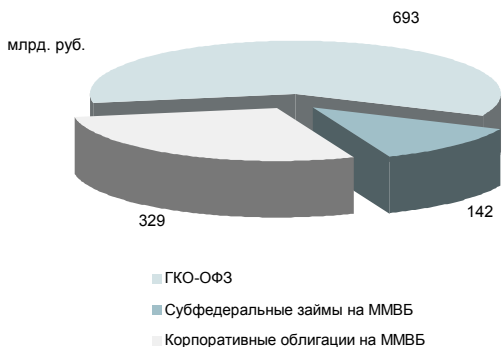
### Биржевой оборот\*\* (ММВБ)



### Динамика показателей денежного рынка



### Структура рынка по объему в обращении



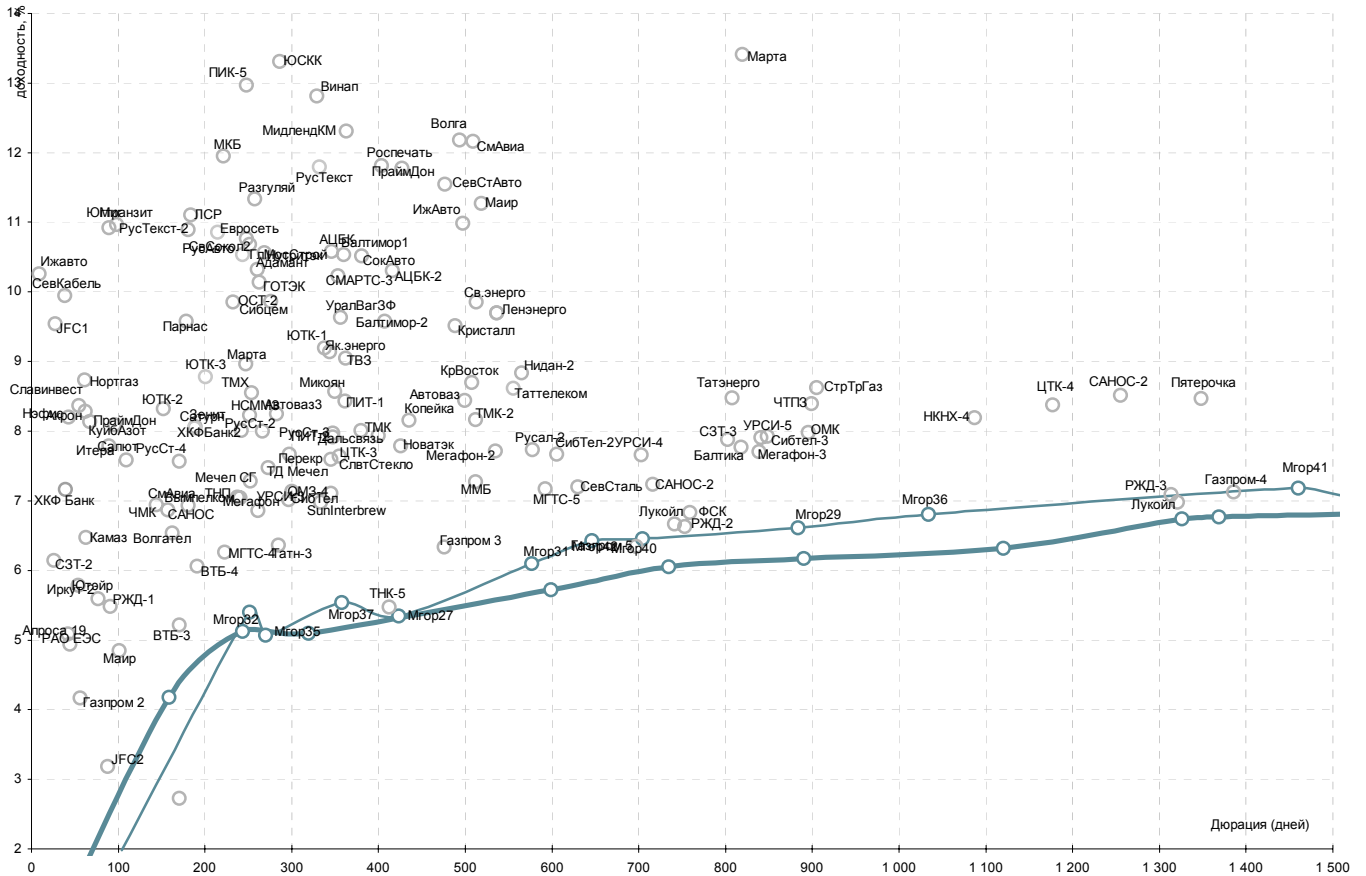
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

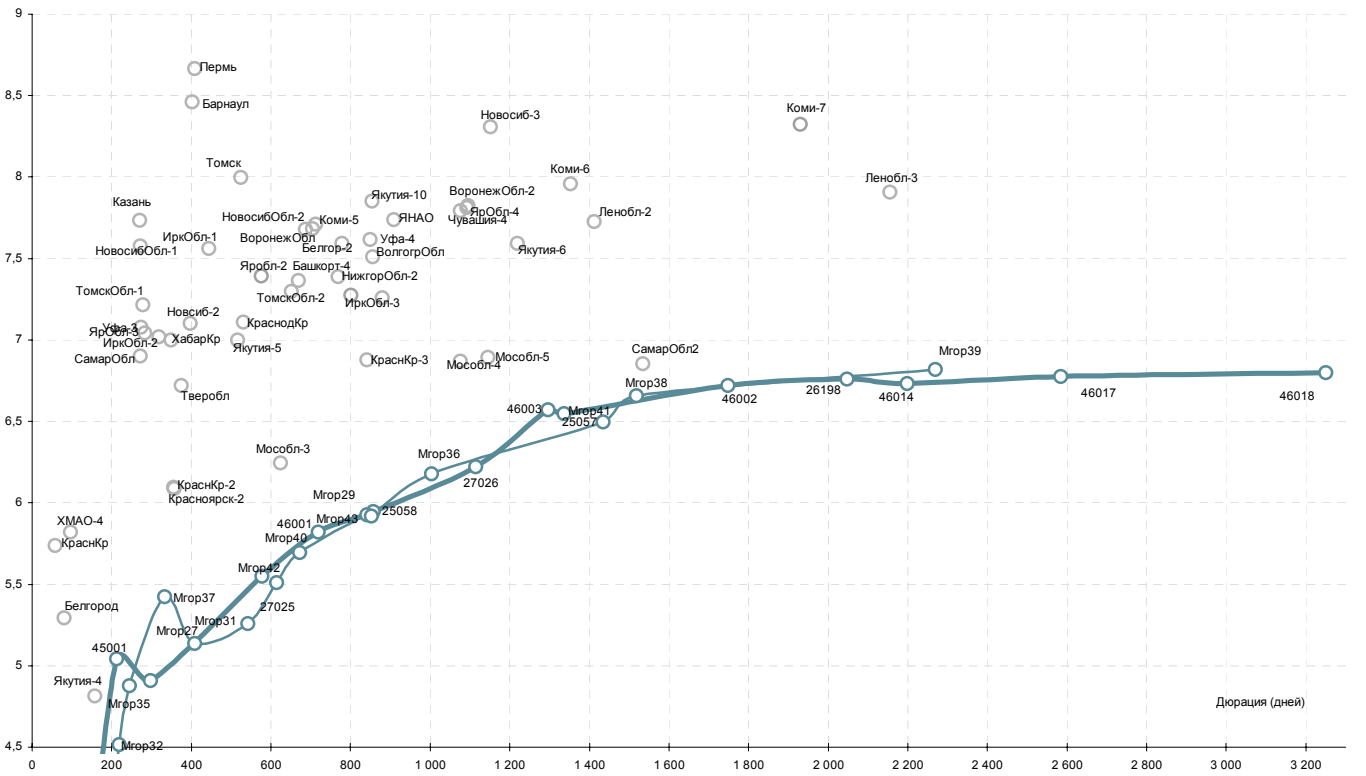
\* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

**Кривая доходности рынка корпоративных облигаций**



**Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций**

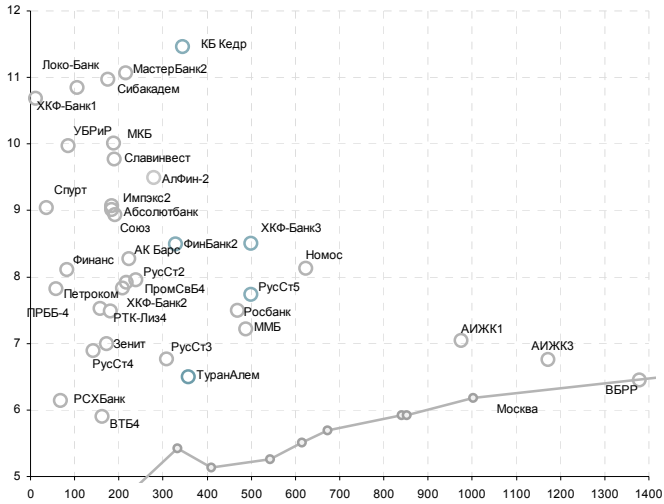


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

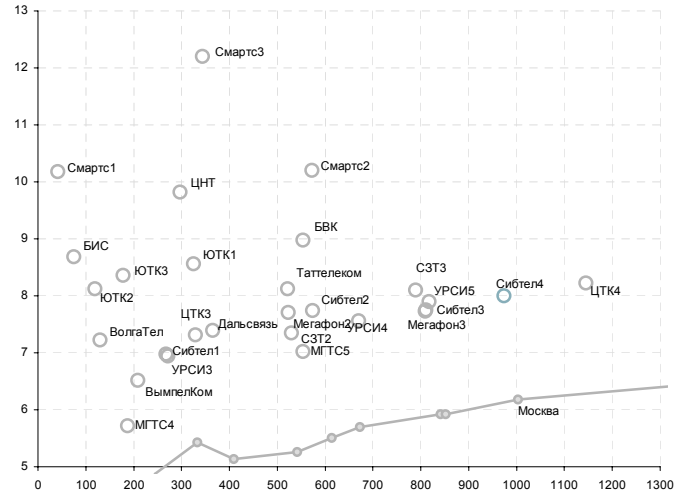


## Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

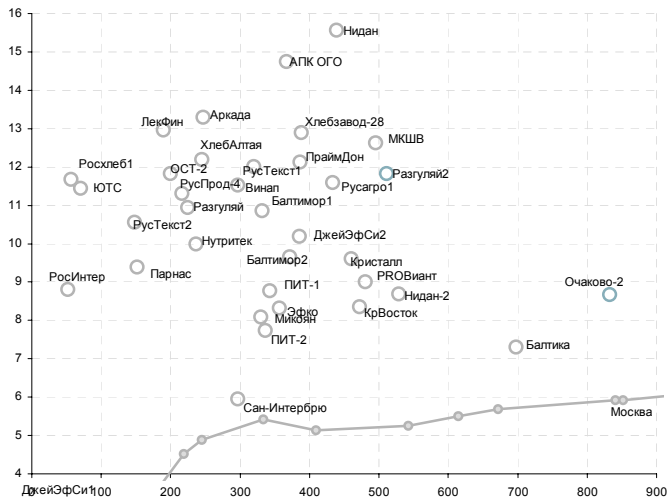
### Банки, финансовые услуги



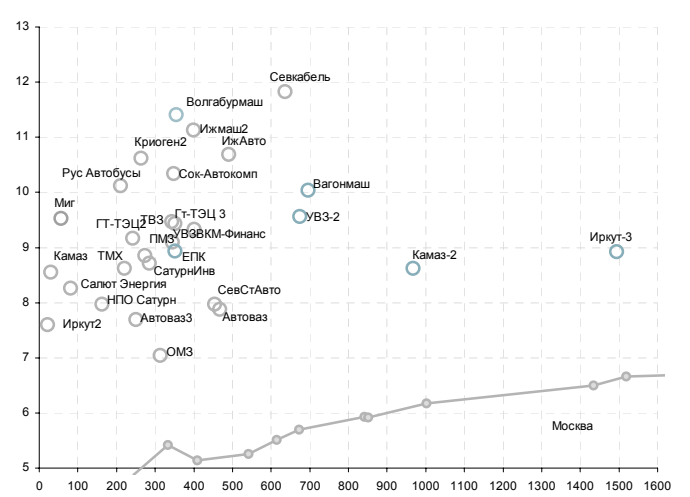
### Телекоммуникации



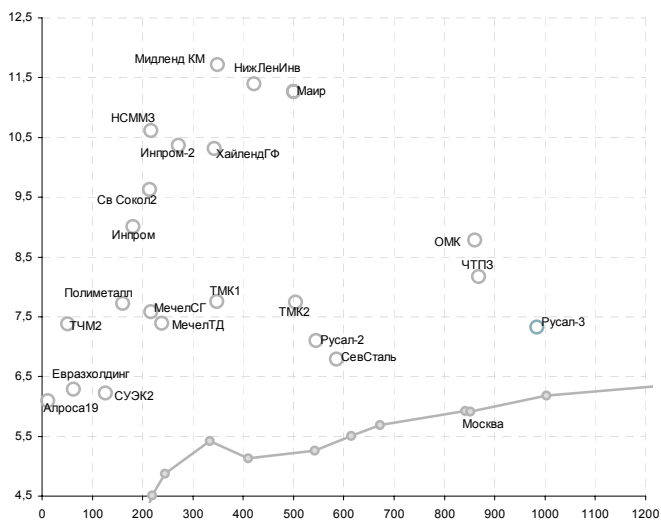
### Пищевая промышленность, АПК



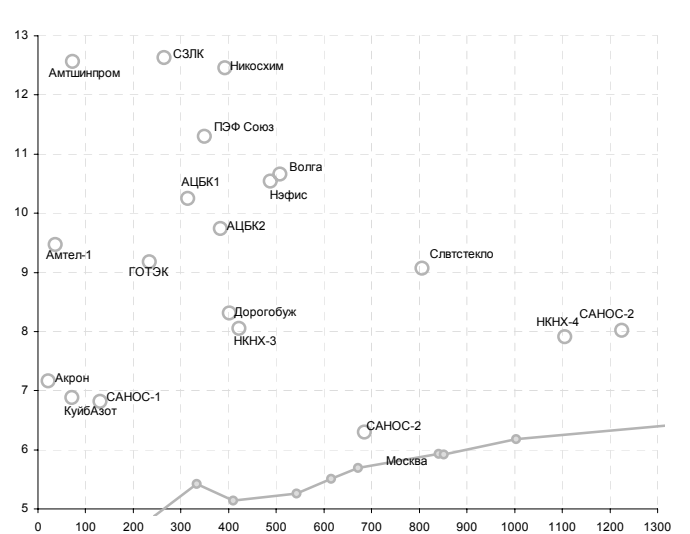
### Машиностроение



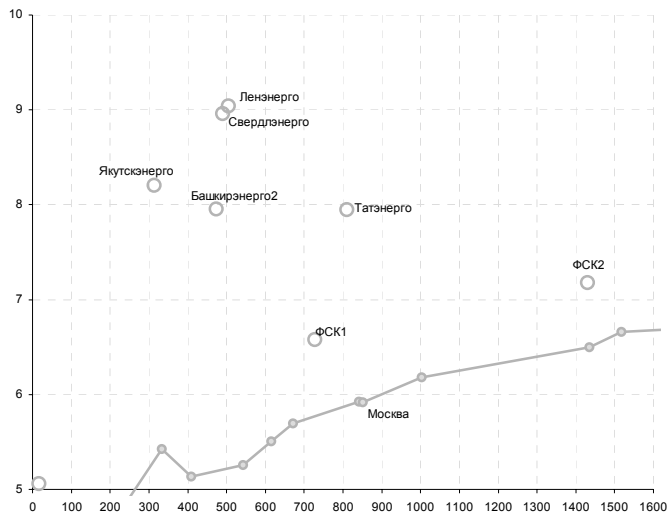
### Металлургия, добывающая, трубная промышленность



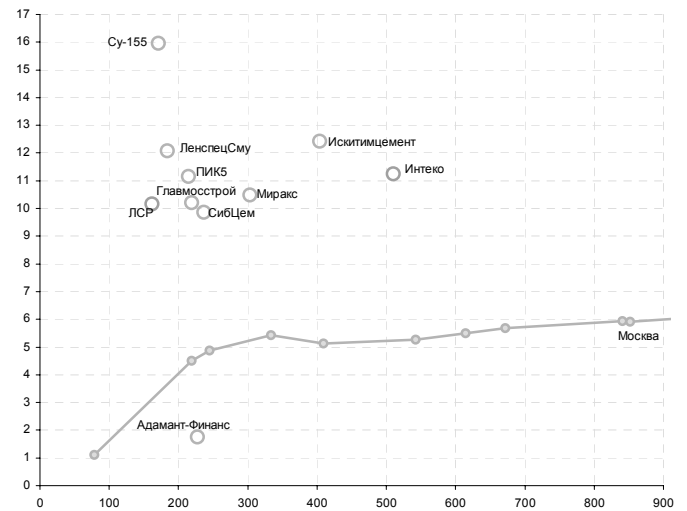
### Химическая промышленность, ЛПК



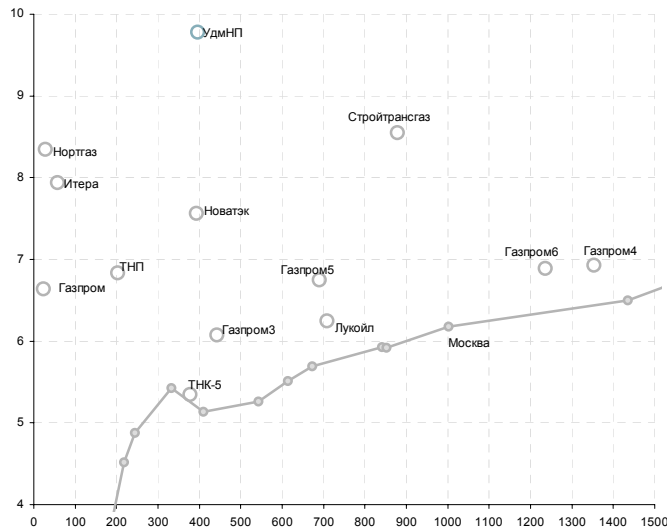
**Энергетика**



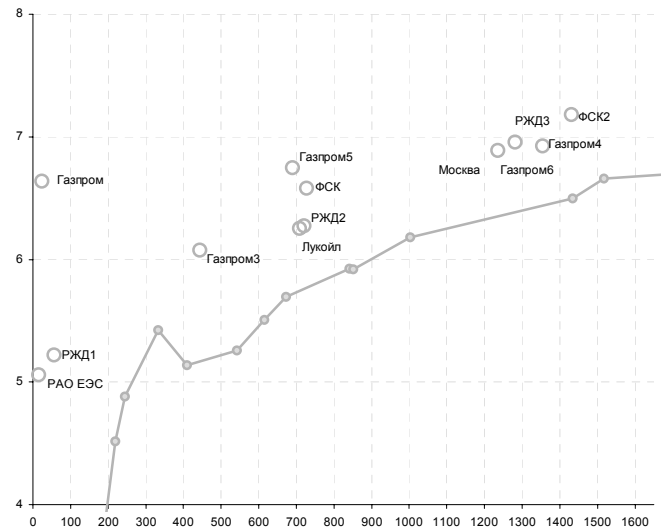
**Строительство, стройматериалы**



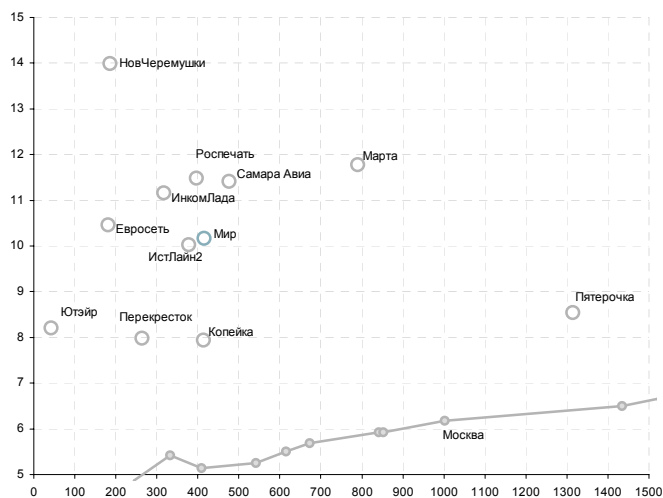
**Нефтегазовая отрасль**



**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	Вадим Соломахин	vadim@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
Акции	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Конверсионные операции	Алексей Воробьев	a.vorobiev@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.suorov@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 валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@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.