

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Еженедельный Обзор

### Содержание:

|                              |   |
|------------------------------|---|
| Конъюнктура вторичного рынка | 2 |
| Торговые идеи                | 3 |
| Предстоящие размещения       | 3 |
| Модельный портфель           | 5 |
| Приложения                   | 6 |

Прошедшая неделя стала еще одним подтверждением того факта, что роль «первой скрипки» в определении настроений инвесторов в рублевые облигации принадлежит ЦБ, политика которого на валютном рынке становится все менее определенной. (Подробнее стр. 2)

Первичный рынок: Салаватнефтеоргсинтез, Ярославская область (Подробнее стр. 3)

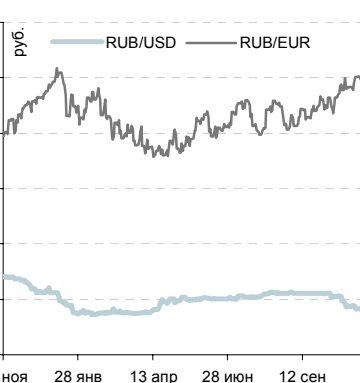
Модельный портфель: перекладка из УРСИ-3 в ЮТК-1 (Подробнее стр. 5)

Индикаторы денежного рынка



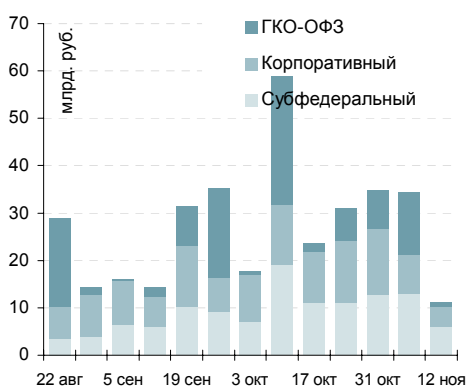
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса доллара и евро к рублю



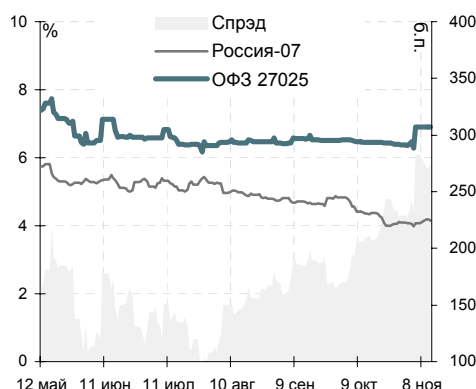
Источник: Bloomberg

Биржевой оборот на ММВБ



Источник: ММВБ

Доходность ОФЗ 27025 и еврооблигаций Russia 07



Источник: Банк ЗЕНИТ

Яков Яковлев  
y.yakovlev@zenit.ru

www.zenit.ru

## Конъюнктура вторичного рынка

Прошедшая неделя стала еще одним подтверждением того факта, что роль «первой скрипки» в определении настроений инвесторов в рублевые облигации принадлежит ЦБ, политика которого на валютном рынке становится все менее определенной. С одной стороны, очевидно, что контроль за инфляцией по-прежнему является «насушной проблемой» для регулятора: с учетом последних цифр за октябрь, в годовом выражении темпы роста цен с большой долей вероятности могут превысить 11%, при годовом ориентире ЦБ в 10%. С другой стороны, последние прогнозы представителей ЦБ (в частности, Алексея Улюкаева) в отношении курса доллара к концу года, озвученные на прошлой неделе, ориентируют рынок на диапазон 28.6-29 руб./долл. Несмотря на тот факт, что прошлым двум прогнозам регулятора по динамике курса так и не суждено было сбыться, новый ориентир, похоже, охладил пыл валютных спекулянтов. В результате, укрепление рубля, еще наблюдавшееся в первую неделю месяца, когда ЦБ купил на рынке 5.5 млрд. долларов, а доллар потерял 12 копеек, снизившись до 28.65 руб./долл., на прошлой неделе сменилось консолидацией на уровне 28.67-28.68 руб./долл.

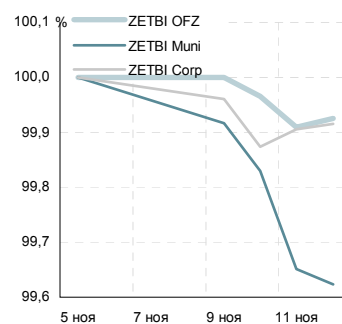
Отсутствие ясности в отношении политики ЦБ на валютном рынке лишило инвесторов в рублевые облигации важного сигнала к дальнейшим действиям – и, как следствие, вывело на первый план другие факторы влияния, главным образом, внешние. На фоне достижения многими голубыми фишками локальных минимумов по доходности, их чувствительность к колебаниям внешней конъюнктуры, в особенности, в отсутствие такого мощного фактора поддержки, как укрепление рубля, существенно выросла, о чем наглядно свидетельствует динамика котировок по первому эшелону на прошлой неделе. Наиболее заметное давление со стороны негативного тренда в базовых активах и еврооблигациях ощутили на себе московские выпуски: на дальнем отрезке московской кривой (38-ая, 39-ая серии) доходности выросли на 7-10 б.п., на среднесрочном участке – в пределах 17 б.п. (Москва-37) – 45 б.п. (Москва-35). В корпоративном сегменте доходности по голубым фишкам выросли в пределах 6 б.п. (Газпром-3) – 17 б.п. (Газпром-2, ПАО ЕЭС). В то же время, коррекция цен в первом эшелоне не смогла перерасти в сколько-нибудь устойчивый тренд – что не удивительно, учитывая объемы денежной ликвидности в финансовой системе, стабильно превышавшие на прошлой неделе 500 млрд. рублей. В результате, уже в пятницу по большинству ликвидных бумаг цены консолидировались на достигнутых уровнях.

На фоне негативного тренда в голубых фишках, инвесторы на прошлой неделе продолжили поиск инвестиционных возможностей во втором и третьем эшелонах рынка: в числе лидеров по доходности за период оказались облигации Нортгаза (+51% за неделю) и Джей Эф Си (+43%), в субфедеральном сегменте – 2-ой выпуск Иркутской области (+18%) и Новосибирска (+38%). За неделю доходность к погашению по облигациям Новосибирска снизилась на 97 б.п. – с 12.15% до 11.18% годовых. Исключением стали облигации ЦТК-4 (-64 б.п.), по которым прошла фиксация прибыли после роста в начале ноября, а также бумаги Илим Палпа (-39 б.п.). В то же время, оба выпуска на текущих уровнях доходности (по последней котировке на продажу 15.11.04 - 12.02% годовых к погашению по ЦТК-4 и 14.26% годовых к погашению по Илим Палпу) представляют собой наиболее привлекательные возможности для покупки в корпоративном сегменте: ЦТК-4 – за счет длинной дюрации, а Илим Палп – за счет существенного потенциала сужения спреда к голубым фишкам из соображений кредитного качества, в большей степени соответствующего второму эшелону.

В среднесрочной перспективе рынок рублевого долга, похоже, нашел очередную точку равновесия: на одной чаше весов – мощная «ликвидная подушка», сопоставимая с уровнями начала года, а на другой – отсутствие ясности в отношении дальнейших шагов ЦБ на валютном рынке и растущее давление со стороны базовых активов, которое имеет все большее влияние на доходности голубых фишек. При этом, даже если тренд на укрепление рубля все-таки найдет свое продолжение (например, после выхода очередных данных по инфляции), потенциал роста в первом эшелоне жестко ограничивается уровнями доходности по госбумагам, политика Минфина в отношении которых остается неизменной.

В складывающихся условиях наиболее вероятной тенденцией по первому эшелону рынка на среднесрочную перспективу представляется боковой тренд: учитывая избыток средств у крупных игроков, вряд ли возможны значительные продажи в голубых фишках, но и на новые покупки рассчитывать не приходится – гораздо более интересным выглядит участие в первичных аукционах, позволяющих получить премию к вторичному рынку. Объем первичного предложения только на конец ноября – начало декабря уже превышает 16 млрд. рублей (без учета ОФЗ), в том числе выпуск Лукойла на 6 млрд. рублей. Кроме

Динамика ценовых индексов ZETBI на прошедшей неделе



Источник: Банк ЗЕНИТ

Бумаги, обеспечившие наибольший доход/наименьший убыток по итогам прошлой недели

| Инструмент                    | прирост стоимости, % | Доходность за неделю, годовых |
|-------------------------------|----------------------|-------------------------------|
| <b>Госбумаги</b>              |                      |                               |
| SU46001RMFS2                  | 0,27                 | 13%                           |
| SU27026RMFS2                  | 0,19                 | 10%                           |
| SU45002RMFS1                  | 0,19                 | 9%                            |
| SU27022RMFS1                  | 0,17                 | 9%                            |
| SU27018RMFS9                  | 0,13                 | 6%                            |
| <b>Субфедеральный сегмент</b> |                      |                               |
| ЯрОбл-02                      | 1,10                 | 54%                           |
| Брянск                        | 0,87                 | 44%                           |
| Новсиб 1об                    | 0,76                 | 38%                           |
| ИркОбл-а02                    | 0,36                 | 18%                           |
| МГор26-об                     | 0,37                 | 18%                           |
| <b>Корпоративный сегмент</b>  |                      |                               |
| СевСталь-1                    | 1,04                 | 52%                           |
| НортгазФин                    | 1,08                 | 51%                           |
| Волга 1 об                    | 0,97                 | 51%                           |
| РусТекстил                    | 0,89                 | 44%                           |
| Джей Эф Си                    | 0,84                 | 43%                           |

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Лидеры по объему торгов

| Инструмент                    | Объем торгов за неделю, млн. руб. |
|-------------------------------|-----------------------------------|
| <b>Госбумаги</b>              |                                   |
| SU46002RMFS0                  | 440,23                            |
| SU27026RMFS2                  | 235,03                            |
| SU46003RMFS8                  | 109,09                            |
| SU46001RMFS2                  | 63,85                             |
| SU27018RMFS9                  | 26,72                             |
| <b>Субфедеральный сегмент</b> |                                   |
| МГор39-об                     | 844,97                            |
| МГор40-об                     | 776,66                            |
| МГор26-об                     | 744,99                            |
| Новсиб 1об                    | 441,95                            |
| МГор24-об                     | 364,99                            |
| <b>Корпоративный сегмент</b>  |                                   |
| ПраймДон-1                    | 318,01                            |
| ГАЗПРОМ А2                    | 282,88                            |
| Зенит 1обл                    | 252,13                            |
| ЦентрТел-4                    | 198,16                            |
| МГТС-04 об                    | 180,33                            |

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

того, мы ожидаем продолжения спроса в выборочных выпусках второго и третьего эшелонов рынка, где, несмотря на общий дефицит инвестиционных идей, сохраняются возможности для покупки.

## Торговые идеи

Мы рекомендуем инвесторам до конца года искать возможности для инвестирования во втором и третьем эшелонах рынка. В частности, во втором эшелоне привлекательно для покупки выглядят облигации ЮТК-1, дающие премию по доходности порядка 70 б.п. (на 11.11.04) к ЦТК-3, при близком кредитном качестве обоих эмитентов, а также выпуск ЦТК-4, торгующийся с доходностью к погашению около 12.04% годовых, что дает спрэд к московской кривой доходности более 400 б.п. (примерно на 100 б.п. выше, чем премия доходности к погашению ЦТК-3 к Москве). Кроме того, мы обращаем внимание на ряд субфедеральных выпусков, имеющих потенциал сужения спрэдов с московской кривой – в частности, облигации Красноярска-2.

В третьем эшелоне рынка мы по-прежнему рекомендуем к покупке облигации Илим Палла (14.26% годовых к погашению по последней котировке на продажу 15.11.04). Мы полагаем, что с точки зрения кредитного качества выпуск должен позиционироваться во втором эшелоне (с доходностью к погашению в районе 12% годовых).

## Первичный рынок

16 ноября на ММВБ состоится аукцион по размещению второго выпуска облигаций «Салаватнефтеоргсинтез» на сумму 3 млрд. руб. Срок обращения облигаций составит пять лет с обязательством досрочного выкупа эмитентом через три года после размещения по цене, равной 100% от номинальной стоимости.

Салаватнефтеоргсинтез – один из крупнейших нефтеперерабатывающих и нефтехимических комплексов в России, располагающий проектной мощностью по первичной переработке углеводородного сырья около 12 млн.т./год. Доля предприятия на рынке различных продуктов нефтепереработки колеблется в пределах 0.3%-2.9%, по продуктам нефтехимии – 13.7%-42.6%. Эмитент является ведущим производителем бутановых спиртов и занимает второе место по объемам производства пластика – полистирола и полиэтилена (по итогам первого полугодия 2004 года), а после пуска в эксплуатацию в 2003 году комплекса по производству этилбензола-стирола мощностью 200 тыс. в год – второе место по объемам производства стирола. В рейтинге ведущих предприятий России «Эксперт-400» по итогам прошлого года компания заняла 54-ое место.

В общем объеме выручки на долю продуктов нефтехимии приходится порядка 70%, на долю продукции переработки – 30%. Наличие в составе предприятия и нефтехимического, и нефтеперерабатывающего комплексов и диверсифицированная структура выпуска уникальны для российских предприятий, что является одним из ключевых конкурентных преимуществ Салаватнефтеоргсинтеза, так как обеспечивает предприятию большую независимость от рыночной конъюнктуры в отдельно взятом сегменте.

Текущее финансовое состояние эмитента характеризуется растущей долговой нагрузкой: за 3 квартала общий объем кредитов и займов увеличился на 87% до 9.36 млрд. рублей. В относительном выражении, debt ratio на конец третьего квартала составлял 40% валюты баланса, покрытие долга за счет годовой EBITDA – около 21%. В то же время, увеличение кредитного плеча находит прямое отражение в темпах роста выручки предприятия: за счет заемных средств финансируется реализация инвестиционной программы и растущие объемы переработки нефтяного сырья. В частности, в первом квартале 2004 года выручка выросла по отношению к аналогичному периоду прошлого года на 36.9%, во втором квартале – на 35.2%, а по итогам 9-ти месяцев прирост выручки составил уже 52.9%. Стоит отметить, что позитивный тренд выручки расходуется с динамикой показателей рентабельности: последние несколько лет наблюдается тенденция к снижению нормы прибыли, как за счет «девальвационного эффекта» (в 1999-2002 гг.), так и за счет опережающего по сравнению с динамикой цен на производимую продукцию роста цен на основное сырье – нефть (в 2003-2004 гг.). Ожидаемая по итогам года рентабельность по EBITDA должна составить 9.5% – против 17.7% в 2003 году.

Драйвером роста доходов для компании является дальнейшая диверсификация производства за счет углубления переработки сырья и организации выпуска продукции

### Салаватнефтеоргсинтез-2

**Размещение:** 16 ноября 2004 г  
**Объем:** 3000 млн. руб.

**Срок до погашения (оферты):**  
5 лет (3 года)

**Купон:** 182 дня; первый и второй – на аукционе, далее 10% годовых

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

**Организатор:** Банк ЗЕНИТ, УралсибБанк

нефтехимии высоких переделов, востребованных на внутреннем рынке. Реализация намеченной инвестиционной программы в перспективе 3-4-х лет позволит предприятию закрепить свои позиции в нефтехимической отрасли и даст положительный эффект в выручке на период обращения нового облигационного выпуска (2004-2009 гг.) в размере 660 млн. долл.

Мы полагаем, что 2-ой выпуск облигаций Салаватнефтеоргсинтеза будет позиционироваться во втором эшелоне рынка – справедливый уровень спреда к выпуску Газпром-5 мы оцениваем на уровне 270-300 б.п., что в текущих условиях соответствует доходности к трехлетней оферте в пределах 10.13%-10.43% годовых.

На 17-ое ноября намечено размещение 3-го выпуска Ярославской области объемом 1 млрд. рублей. Срок до погашения новых бумаг составляет 2 года, с амортизацией 30% выпуска через год после размещения.

Ориентиром при размещении нового выпуска Ярославской области будет обращающийся 2-ой выпуск: доходность к погашению на 15.11.04 составляла 11.38% годовых при дюрации порядка 815 дней. Доходность новых бумаг должна включать определенный дисконт за меньшую дюрацию (575 дней), которую мы оцениваем в 20-30 б.п. (например, премию в 30 б.п. дает 2-го выпуск Томской области над 1-ым, при разнице в дюрации около года). В то же время, этот дисконт нивелируется премией за первичное размещение – что дает уровень справедливой доходности по новому выпуску в пределах 11.4% годовых. Стоит отметить, что данный уровень доходности обеспечивает премию к близким по дюрации эмитентам более высокого кредитного качества – Томской области 1 (10.74% годовых по последней котировке на продажу 15.11.04) и Иркутской области-2 (10.93% годовых 15.11.04).

#### Ярославская Область -3

**Размещение:** 17 ноября 2004 г

**Объем:** 1000 млн. руб.

**Срок до погашения (оферты):**

2 года, с амортизацией 30% выпуска через 1 год

**Купон:** 182 дня; первый и второй – 12.5%, 3,4 купоны – 12% годовых.

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

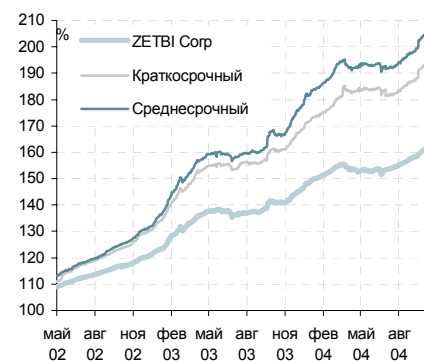
**Организатор:** Росбанк

## Модельный портфель

На прошлой неделе наши модельные портфели принесли инвесторам 8 б.п. (краткосрочный портфель) и 11 б.п.(среднесрочный портфель), или 4.29% и 5.63% годовых. За этот же период индекс совокупного дохода корпоративного сегмента ZETBI Corp вырос на 13 б.п., в то же время, субфедеральный индекс ZETBI Muni потерял 7 б.п. – таким образом, в целом результаты наших модельных портфелей оказались лучше среднерыночных.

На этой неделе в рамках модельных портфелей мы намерены осуществить перекладку из облигаций УРСИ-3 в более доходные облигации ЮТК-1, имеющие потенциал сужения спреда с телекомами близкого кредитного качества (ЦТК-3).

Динамика стоимости модельных портфелей



Источник: Банк ЗЕНИТ

### Показатели портфелей

#### Краткосрочный портфель

##### Текущая структура:

|                   |        |
|-------------------|--------|
| Денежные средства | 0,04%  |
| Балтимор01        | 7,39%  |
| ДжэйЭфСи          | 5,36%  |
| ИлимПалпФ         | 10,04% |
| КрасЯрск01        | 11,82% |
| КрВост-Инв        | 9,54%  |
| Мечел ТД-1        | 13,70% |
| ПИТ-Инв-01        | 6,82%  |
| СУ-155 1об        | 8,03%  |
| УралСвзИн6        | 8,56%  |
| ЦентрТел-4        | 18,72% |

##### Доходность:

|               | относ., % | % годовых |
|---------------|-----------|-----------|
| неделя        | 0,08      | 4,29      |
| месяц         | 2,68      | 32,62     |
| квартал       | 8,09      | 32,45     |
| с начала года | 16,90     | 19,40     |

Покупать: ЮТК-1

Продавать: УРСИ-3

#### Среднесрочный портфель

##### Текущая структура:

|                   |        |
|-------------------|--------|
| Денежные средства | 0,04%  |
| Балтимор01        | 8,89%  |
| ДжэйЭфСи          | 4,48%  |
| ИлимПалпФ         | 9,29%  |
| КрасЯрск01        | 10,64% |
| КрВост-Инв        | 12,87% |
| Мечел ТД-1        | 16,60% |
| ПИТ-Инв-01        | 5,64%  |
| СУ-155 1об        | 9,19%  |
| УралСвзИн6        | 12,73% |
| ЦентрТел-4        | 9,64%  |

##### Доходность:

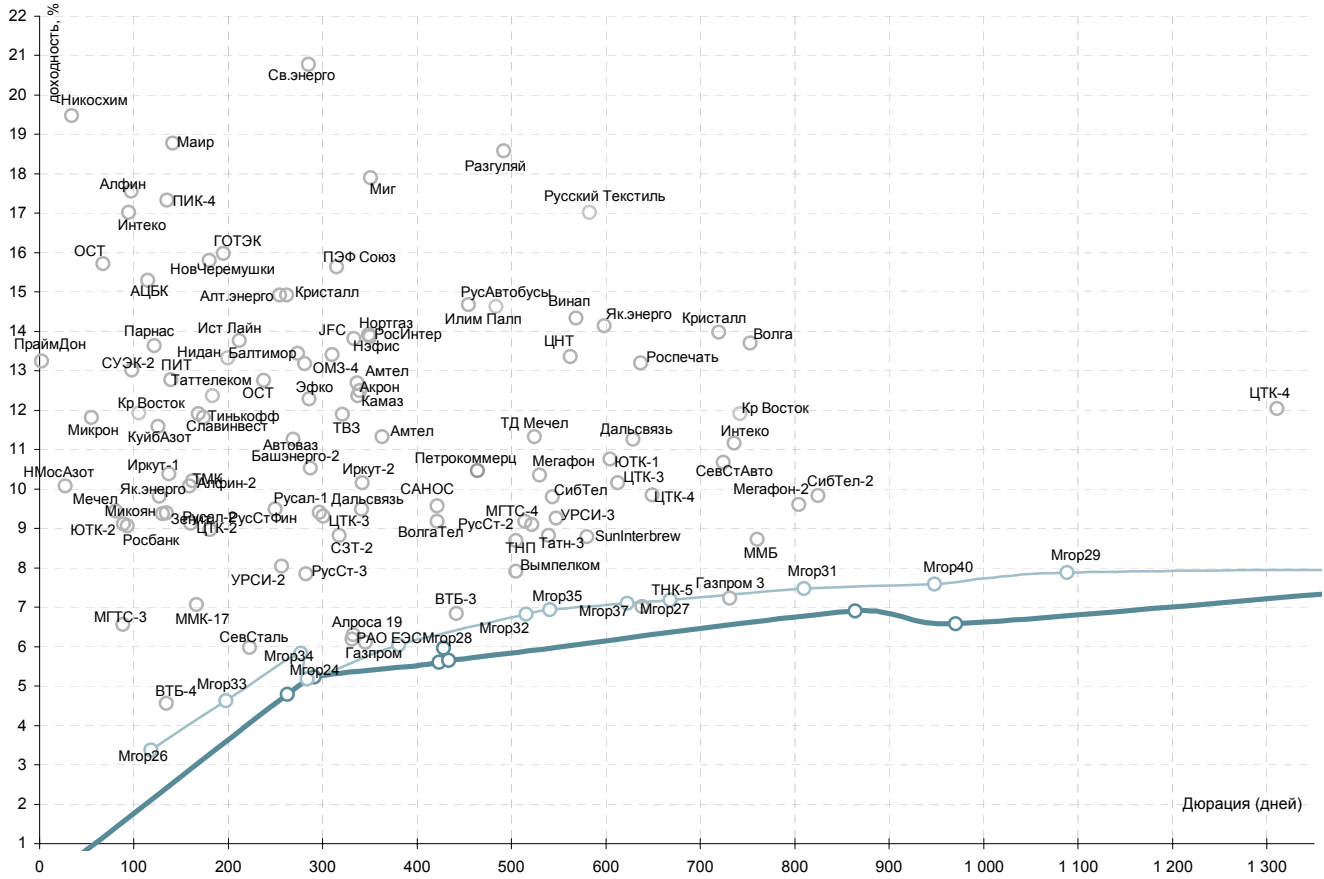
|               | относ., % | % годовых |
|---------------|-----------|-----------|
| неделя        | 0,11      | 5,63      |
| месяц         | 2,10      | 25,56     |
| квартал       | 7,55      | 30,27     |
| с начала года | 16,79     | 19,27     |

Покупать: ЮТК-1

Продавать: УРСИ-3

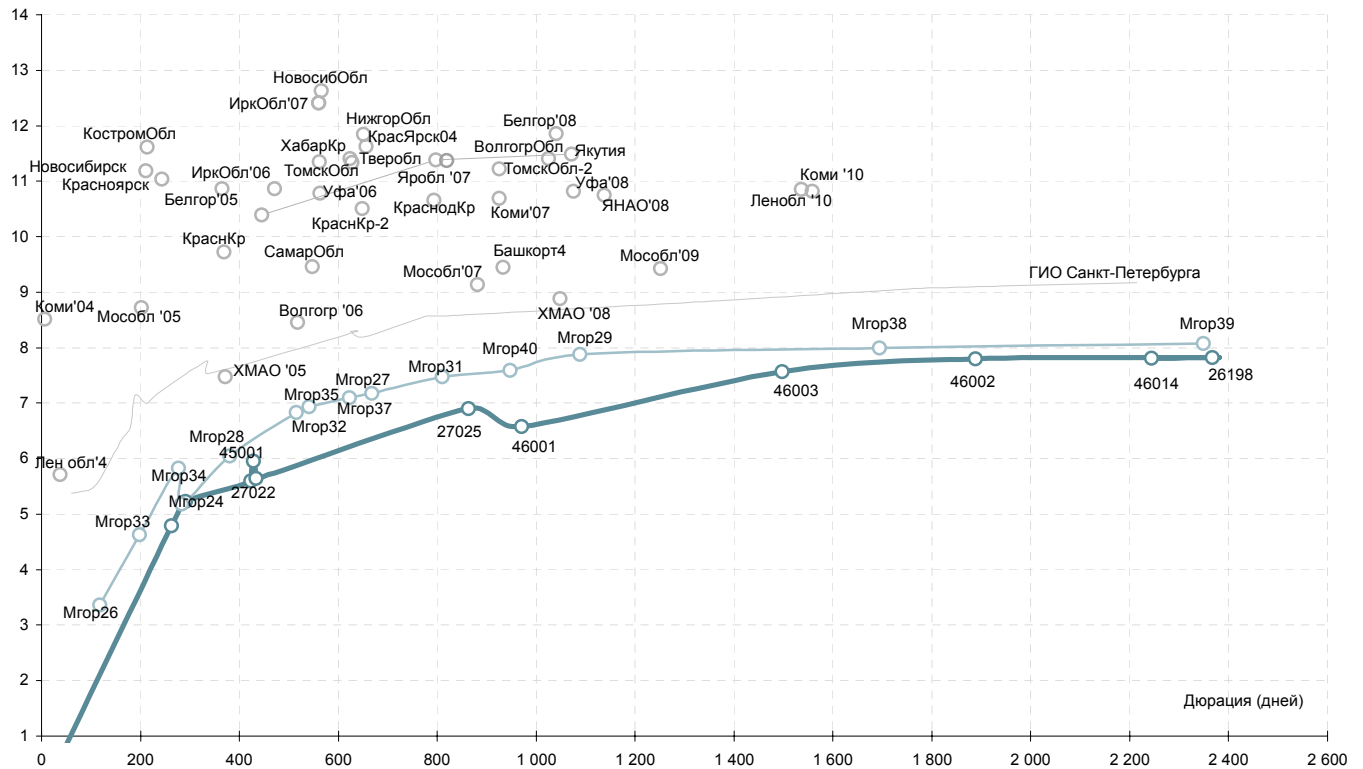
# Приложение. Кривые доходности российских облигаций

## Кривая доходности корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

## Кривая доходности субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

## 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     | <a href="mailto:vadim@zenit.ru">vadim@zenit.ru</a>                             |
| Управление продаж                          |                     | <a href="mailto:sales@zenit.ru">sales@zenit.ru</a>                             |
| Начальник управления<br>Еврооблигации      | Константин Поспелов | <a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a> |
| Рублевые облигации                         | Владислав Григорьев | <a href="mailto:v.grigoriev@zenit.ru">v.grigoriev@zenit.ru</a>                 |
| Рублевые облигации                         | Алексей Третьяков   | <a href="mailto:a.tretyakov@zenit.ru">a.tretyakov@zenit.ru</a>                 |
| Акции                                      | Роман Попов         | <a href="mailto:r.popov@zenit.ru">r.popov@zenit.ru</a>                         |
| Доверительное управление активами          | Игорь Чемолосов     | <a href="mailto:i.chemolosov@zenit.ru">i.chemolosov@zenit.ru</a>               |
| Брокерское обслуживание                    | Сергей Матюшин      | <a href="mailto:s.matyushin@zenit.ru">s.matyushin@zenit.ru</a>                 |
| Конверсионные операции                     | Тимур Мухаметшин    | <a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>           |
|  | Алексей Воробьев    | <a href="mailto:a.vorobiev@zenit.ru">a.vorobiev@zenit.ru</a>                   |
| Аналитическое управление                   | Акции               | <a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>                       |
|  | Облигации           | <a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>                   |
| Начальник управления<br>Рублевые облигации | Сергей Суверов      | <a href="mailto:sergej.suverov@zenit.ru">sergej.suverov@zenit.ru</a>           |
| Еврооблигации                              | Анастасия Шамина    | <a href="mailto:a.shamina@zenit.ru">a.shamina@zenit.ru</a>                     |
| Анализ кредитных рисков                    | Константин Павлов   | <a href="mailto:k.pavlov@zenit.ru">k.pavlov@zenit.ru</a>                       |
| Акции                                      | Яков Яковлев        | <a href="mailto:y.yakovlev@zenit.ru">y.yakovlev@zenit.ru</a>                   |
| Акции                                      | Евгений Суворов     | <a href="mailto:e.suorov@zenit.ru">e.suorov@zenit.ru</a>                       |
|  | Иван Карачинский    | <a href="mailto:i.karachinsky@zenit.ru">i.karachinsky@zenit.ru</a>             |
| Управление валютно-финансовых операций     |                     | <a href="mailto:gko@zenit.ru">gko@zenit.ru</a>                                 |
| Начальник управления                       | Кирилл Копелович    | <a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>                   |
| Управление долгового финансирования        |                     | <a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>                               |
| Начальник управления                       | Роман Пивков        | <a href="mailto:roman.pivkov@zenit.ru">roman.pivkov@zenit.ru</a>               |
| Управление корпоративного финансирования   |                     |  |
| Начальник управления                       | Максим Васин        | <a href="mailto:vasin@zenit.ru">vasin@zenit.ru</a>                             |

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.