

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Еженедельный Обзор

### Содержание:

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

Главной темой, затмившей все остальные события прошлой недели на российском долговом рынке, стал приятный сюрприз со стороны рейтингового агентства Fitch: спустя чуть более год после первого инвестиционного рейтинга от агентства Moody's, Россия наконец получила второй инвестиционный рейтинг. (Подробнее стр. 2)

Первичный рынок: Лукойл, Балтика, Стальная Группа Мечел, Ютэйр (Подробнее стр. 3)

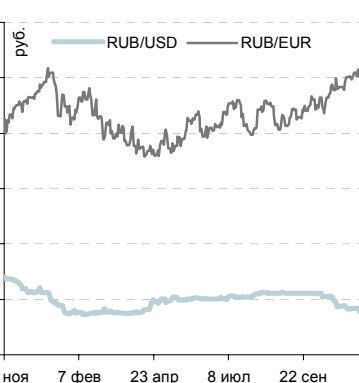
Модельный портфель (Подробнее стр. 5)

Индикаторы денежного рынка



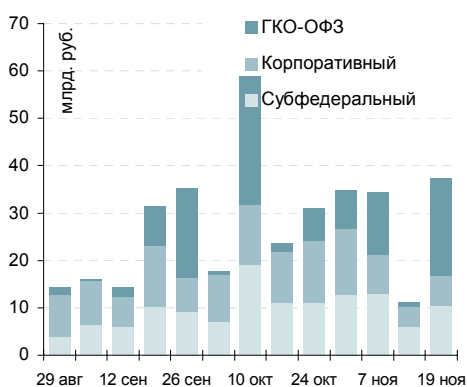
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса доллара и евро к рублю



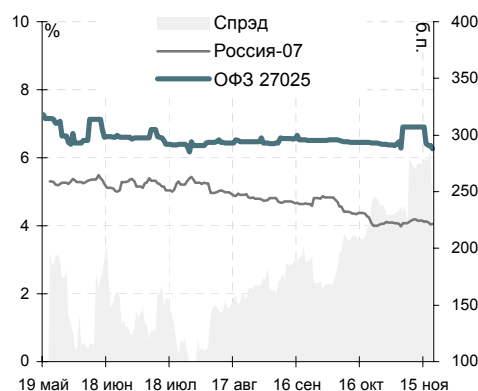
Источник: Bloomberg

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

Главной темой, затмившей все остальные события прошлой недели на российском долговом рынке, стал приятный сюрприз со стороны рейтингового агентства Fitch: спустя чуть более год после первого инвестиционного рейтинга от агентства Moody's, Россия наконец получила второй инвестиционный рейтинг.

Важность произошедшего в четверг события сложно переоценить – как известно, инвестиционный рейтинг от двух агентств является формальным условием рассмотрения возможности инвестирования в страну для многих крупных иностранных инвесторов. И хотя предпочтительным было бы получение второго рейтинга от более консервативного Standard and Poor's, сам факт, с точки зрения ожиданий притока средств иностранных инвесторов на российский фондовый рынок, безусловно, является позитивным, и не мог не сказаться на котировках рублевых облигаций. При этом, позитивный эффект от рейтинга был усилен очередным скачком курса доллара, который в четверг потерял сразу 10 копеек и опустился до 28.52 руб./долл. на фоне уверенного преодоления евро отметки 1.30 долл. на FOREX.

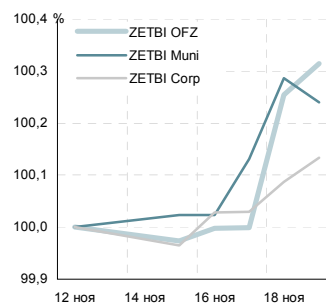
В итоге, после трех дней бокового тренда, в четверг по рынку прошла мощная волна спроса, преимущественно, в выпусках длинной дюрации – госбумагах и облигациях Москвы: ценовые индексы ZETBI Muni и ZETBI OFZ выросли за один день в пределах 16-25 б.п., доходность длинных ОФЗ опустилась сразу на 8-10 б.п., а рост котировок по самой дальней серии Москвы (Москва-39) в течение дня превышал 120 б.п. В то же время, эйфории инвесторов не суждено было продлиться долго. Уже в четверг по многим выпускам, выросшим на фоне присвоения рейтинга, началась фиксация прибыли, а в пятницу продажи в московских облигациях продолжилась – отчасти, под давлением негативных внешних факторов в лице растущей доходности базовых активов.

Таким образом, позитивный эффект от повышения странового рейтинга для рынка внутреннего долга оказался смазанным и не смог внести особых перемен в сложившийся расклад сил на рынке. Основная причина практически полной инертности рынка к столь позитивному, казалось бы, событию – минимальные спреды основных инвестиционных активов на российском рынке (длинные голубые фишки) к кривой доходности госбумаг и жесткая позиция в отношении последних со стороны Минфина, в интересах которого – не допустить возникновения спекулятивного спроса в сегменте ОФЗ. Этим текущая ситуация кардинально отличается от октября прошлого года, когда Россия получила первый инвестиционный рейтинг: при прочих равных условиях (высокая денежная ликвидность и тенденция на укрепление рубля), спреды Москвы над ОФЗ на среднем и дальнем отрезке кривой доходности тогда превышали 400 б.п., тогда как сейчас по дальним сериям (Москва-39) премия колеблется в пределах 10-15 б.п.

В этих условиях сложно ожидать какого-либо мощного притока средств со стороны нерезидентов в обращающиеся на вторичных торгах рублевые облигации. Кроме того, этому не способствуют и преобладавшие в октябре-ноябре негативные настроения на товарных рынках, имеющих столь большое значение для российской экономики, а также рост доходностей в США. Более предпочтительным выглядит участие в первичных размещениях, позволяющих заработать дополнительную премию к уровням вторичного рынка – тем более, что в конце ноября - декабре первичный сегмент предложит богатый выбор выпусков высокого кредитного качества, представляющих основной интерес для нерезидентов. В частности, к таким выпускам можно отнести облигации Лукойла и Балтики на этой неделе, а также предстоящие в декабре займы РЖД.

На этой неделе мы не ожидаем особого оживления активности на вторичном сегменте рынка: все внимание инвесторов, скорее всего, будет приковано к предстоящим первичным размещениям. Общий объем предложения первичных выпусков превышает 13.5 млрд. рублей – инвесторам будет предложено 6 корпоративных и 3 субфедеральных выпуска «всего спектра» кредитного качества, от голубых фишек (Лукойл, Балтика) до третьего эшелона (Свободный Сокол, Инком-Лада, Ют-Эйр). При этом, залогом успеха предстоящих аукционов выступает по-прежнему острая для большинства игроков потребность стерилизации избыточной рублевой массы, вкпе с недавним подарком от Fitch и общим дефицитом инвестиционных идей на вторичном рынке.

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>		
SU27025RMFS4	1,55	79%
SU46002RMFS0	0,79	37%
SU46001RMFS2	0,64	30%
SU46003RMFS8	0,49	22%
SU27026RMFS2	0,43	22%
<b>Субфедеральный сегмент</b>		
Ирк.Обл(а)	2,33	119%
Уфа-2004об	1,59	81%
Мос.обл.2в	1,49	72%
КраснЯрКр1	1,25	63%
КОМИ 5в об	1,25	58%
<b>Корпоративный сегмент</b>		
ОМЗ - 4 об	2,06	104%
ХКФ Банк-1	1,90	98%
ИРКУТ-02об	1,81	89%
ТВЗ 01	1,75	88%
УралСвзИнб	1,35	63%

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Лидеры по объему торгов

Инструмент	Объем торгов за неделю, млн. руб.
<b>Госбумаги</b>	
SU46014RMFS5	11 629,11
SU46003RMFS8	7 127,43
SU46002RMFS0	1 239,71
SU46001RMFS2	180,34
SU27026RMFS2	159,07
<b>Субфедеральный сегмент</b>	
МГор39-об	1 766,14
МГор29-об	1 151,60
Мос.обл.4в	1 012,27
МГор40-об	960,99
ЯрОбл-03	921,99
<b>Корпоративный сегмент</b>	
ГАЗПРОМ АЗ	449,13
ТНК5в1т-об	332,86
УралСвзИнб	287,50
Мечел ТД-1	286,19
КрВост-Инв	282,70

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

## Торговые идеи

В корпоративном сегменте рынка по-прежнему привлекательно выглядят некоторые выпуски телекомов – ЮТК-3 (на условиях when and if) и ЦТК-4, а также облигации Илим Палпа, которые, на наш взгляд, недооцениваются рынком с точки зрения кредитного качества. Кроме того, определенную поддержку на этой неделе могут получить облигации ТД-Мечел после аукциона по выпуску Стальной Группы Мечел в четверг, который, как мы полагаем, пройдет с превышением спроса над объемом предложения.

Из числа размещаемых выпусков отдельно стоит отметить выпуск Балтики, вторичные торги по которому начнутся сразу после аукциона во вторник. Благодаря длинной дюрации, облигации Балтики имеют все шансы стать одним из фаворитов инвесторов в корпоративном сегменте. По дюрации Балтика почти вдвое превышает выпуск Сан-Интербрю, торгующийся сейчас с доходностью 8.68% годовых – с учетом лучшего кредитного качества Балтики, и, в то же время, премии за дюрацию, мы оцениваем справедливый уровень доходности выпуска в пределах 9.2%-9.4% годовых.

## Первичный рынок

Размещение облигаций ЛУКойла на сумму 6 млрд. руб. состоится на ММВБ 23 ноября. Срок обращения облигаций составит пять лет, ставка полугодичных купонов будет установлена на аукционе в день размещения. При этом, эмитент выставил по выпуску трехлетнюю оферту, что позволяет позиционировать выпуск и на пять лет, и на три года.

Мы полагаем, что кредитное качество ЛУКойла и благоприятный прогноз рыночной конъюнктуры позволяют говорить о том, что размещение его бондов пройдет с минимальной к Газпрому премией: мы оцениваем ее в размере 20 - 50 б.п. Если в качестве ориентира для доходности к погашению на вторичном рынке по 5-ой серии Газпрома взять доходность близкой по дюрации 40-ой серии Москвы, данный спред соответствует доходности к оферте в пределах 7.6-7.9% годовых.

### ЛУКойл

**Размещение:** 23 ноября 2004 г  
**Объем:** 6000 млн. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (3 года)  
**Купон:** 182 дня, определяется на аукционе  
**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе  
**Организатор:** ИК Капиталь, ИК Ренессанс Капитал, Альпинэк Австрия

23-го ноября также состоится аукцион по вторичному размещению облигаций Балтики. Полугодичные купоны по трехлетнему выпуску зафиксированы на уровне 8.75% годовых, аукцион проводится по цене, при этом, бумага сразу же начнет торговаться на вторичном рынке.

Балтика – ведущий игрок на российском пивном рынке с рыночной долей, превышающей 22%, тогда как доля ближайшего конкурента – Sun Interbrew – около 15%. При этом, в текущем году, благодаря реструктуризации дистрибьюторской сети и усилению маркетинговой стратегии, компания ожидает увеличения выручки в пределах 21-23%, что вдвое превышает прогнозы по среднерыночным темпам роста. С точки зрения финансового состояния, компания также является лидером отрасли – как по объемам продаж, так и по показателям рентабельности и долговой нагрузки: отношение долг/ЕБИТДА по итогам 1-го полугодия 2004 года составило 30%, тогда как для Sun Interbrew аналогичный показатель находится на уровне 150%. В целом, согласно методике Банка ЗЕНИТ, финансовое состояние Балтики соответствует минимальному риску, оценка рейтинга – 2.55. Для сравнения, оценка Sun Interbrew – 1.98 – соответствует группе низкого риска.

Мы полагаем, что облигации Балтики, благодаря длинной дюрации и высокому кредитному качеству заемщика, имеют все шансы стать одним из фаворитов инвесторов в корпоративном сегменте. По дюрации Балтика почти вдвое превышает выпуск Сан-Интербрю, торгующийся сейчас с доходностью к погашению около 8.68% годовых (на 21.11.04). С учетом лучшего кредитного качества Балтики, и, в то же время, премии за дюрацию, мы оцениваем справедливый уровень доходности выпуска в пределах 9.2%-9.4% годовых.

### Балтика

**Размещение:** 23 ноября 2004 г  
**Объем:** 1000 млн. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 3 года  
**Купон:** 182 дня, 8.75% годовых.  
**Цена размещения:** определяется на аукционе  
**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе  
**Организатор:** Райффайзенбанк

В среду, 24-го ноября, на ММВБ размещается дебютный выпуск облигаций Авиакомпании Ютэйр на 1 млрд. рублей. Срок до погашения составляет 2 года, с офертой через год.

Ютэйр (бывшее Тюменьтрансавиа) – пятая по объему пассажирских и грузовых перевозок авиакомпания в стране после Аэрофлота, Сибири, Пулково и Красноярских Авиалиний. Более 50% доходов формируется за счет пассажирских авиаперевозок, еще порядка 30% - за счет авиаработ на вертолетах в России и зарубежом по контрактам ООН: компания управляет крупнейшим в стране вертолетным парком.

Пожалуй, единственной позитивной чертой в финансовом состоянии заемщика являются довольно высокие темпы роста продаж за счет увеличения объемов пассажирских перевозок: в 2003 году выручка увеличилась на 21.5%, по итогам текущего года ожидается рост в пределах 14.1%. Все остальные показатели, согласно методике Банка ЗЕНИТ, соответствуют уровню высокого финансового риска (итоговая оценка рейтинга - 0.65). В частности, рентабельность по EBITDA по итогам 3-х кварталов составила всего 2.5%, с учетом прогнозных значений по итогам всего года – 4.5% (более высокий показатель объясняется фактором сезонности – значительная часть прибыли генерируется в конце года). При этом, в прошлом году EBITDA Margin колебалась на уровне 8% - падение прибыльности, главным образом, объясняется растущими ценами на авиационное топливо. Общий объем задолженности составляет порядка 51% от валюты баланса и превышает прогнозную EBITDA за 2004 год более чем в 7 раз. При этом, хотя средства от размещаемого займа не приведут к увеличению общей величины задолженности (т.к. направляются на рефинансирование коротких кредитов), в перспективе компании потребуются значительные средства для обновления самолетного и вертолетного парка – что, вероятно, приведет к еще большей зависимости от кредитных ресурсов.

В целом, с учетом довольно слабого финансового состояния компании, мы полагаем, что она должна позиционироваться ближе к «верхней границе» третьего эшелона рынка – с доходностью к годовой оферте на уровне 15% годовых.

На 25-ое ноября намечено размещение выпуска облигаций Стальной Группы Мечел объемом 2 млрд. рублей.

Стальная Группа Мечел представлена на рынке облигаций двумя выпусками – облигациями Челябинского Мет. Комбината и выпуском Торгового Дома Мечел. При этом, последний практически совпадает по дюрации с размещаемым выпуском, позиционируемым к полуторагодовой оферте. Доходность к погашению ТД Мечел на 22.11.04 составляла порядка 11% годовых – вероятно, этот уровень и будет служить ориентиром для новых бумаг: с учетом премии за первичное размещение в пределах 30-50 б.п., доходность при размещении, вероятно, сложится на уровне 11.3-11.5% годовых.

В то же время, стоит отметить, что с позиций кредитного качества как облигации ТД Мечел, так и размещаемый выпуск, имеют потенциал снижения доходности. Финансовое состояние Группы Мечел по итогам консолидированной отчетности в МСФО за первое полугодие 2004 года, по нашей методике, соответствует минимальному риску (оценка рейтинга – 2.39), наравне с другими металлургическими холдингами. Растущие цены на металлы обеспечивают Мечелу рекордные темпы роста выручки - во втором полугодии текущего года продажи выросли на 75% по отношению к 1пг.2003 до 1.63 млрд. долл., а также растущие показатели рентабельности: в 1 пг. 2004 рентабельность по EBITDA выросла с 17% до 26%. Объем долга на конец полугодия составлял порядка 23% активов – при этом, он на 150% покрывался за счет годовой EBITDA.

С учетом достаточно высокого кредитного качества заемщика, уровень доходности по облигациям ТД Мечел и СГ Мечел должен соответствовать нижней границе второго эшелона рынка – не выше 10% годовых (с дюрацией около 520 дней на 22.11.04).

#### Ютэйр Финанс

Размещение: 24 ноября 2004 г

Объем: 1000 млн. руб.

Срок до погашения (оферты): 2 года (1 год)

Купон: 182 дня, 1-2 купоны определяются на аукционе, 3-4 – устанавливаются эмитентом

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Внешторгбанк

#### Стальная Группа Мечел

Размещение: 25 ноября 2004 г

Объем: 2000 млн. руб.

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

Купон: 182 дня, определяется на аукционе

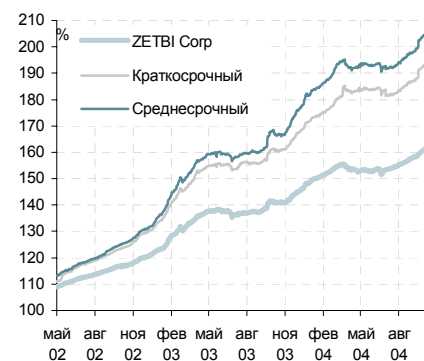
Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Альфа-Банк

## Модельный портфель

На прошлой неделе наши модельные портфели принесли инвесторам 33 б.п. (краткосрочный портфель) и 31 б.п.(среднесрочный портфель), или 17.15% и 16.11% годовых, что оказалось несколько хуже среднего уровня по рынку. За этот же период индекс совокупного дохода корпоративного сегмента ZETBI Corp вырос на 37 б.п., а индекс ZETBI Muni прибавил в стоимости 43 б.п.

Динамика стоимости модельных портфелей



Источник: Банк ЗЕНИТ

### Показатели портфелей

#### Краткосрочный портфель

##### Текущая структура:

Денежные средства	0,02%
Балтимор01	7,43%
ДжэйЭфСи	5,33%
ИлимПалпФ	10,06%
КрасЯрск01	11,83%
КрВост-Инв	9,53%
Мечел ТД-1	13,74%
СУ-155 1об	8,06%
ЦентрТел-4	18,78%
ЮТК-01 об.	8,55%
ЮТК-03 об.(when and if)	6,67%

##### Доходность:

	относ., %	% годовых
неделя	0,33	17,15
месяц	2,46	29,87
квартал	7,66	30,72
с начала года	17,17	19,28

#### Среднесрочный портфель

##### Текущая структура:

Денежные средства	0,02%
Балтимор01	8,94%
ДжэйЭфСи	4,45%
ИлимПалпФ	9,31%
КрасЯрск01	10,65%
КрВост-Инв	12,85%
Мечел ТД-1	16,66%
СУ-155 1об	9,22%
ЦентрТел-4	9,67%
ЮТК-01 об.	12,70%
ЮТК-03 об. (when and if)	5,52%

##### Доходность:

	относ., %	% годовых
неделя	0,31	16,11
месяц	1,80	21,93
квартал	7,03	28,20
с начала года	17,06	19,16



## 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 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>
Рублевые облигации	Анастасия Шамина	<a href="mailto:a.shamina@zenit.ru">a.shamina@zenit.ru</a>
Еврооблигации	Константин Павлов	<a href="mailto:k.pavlov@zenit.ru">k.pavlov@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Яков Яковлев	<a href="mailto:y.yakovlev@zenit.ru">y.yakovlev@zenit.ru</a>
Акции	Евгений Суворов	<a href="mailto:e.suvorov@zenit.ru">e.suvorov@zenit.ru</a>
Акции	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.