

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Еженедельный Обзор

Последняя неделя ноября окончательно расставила акценты в предпочтениях инвесторов: основная игра разворачивалась на первичном сегменте рынка. (Подробнее стр. 2)

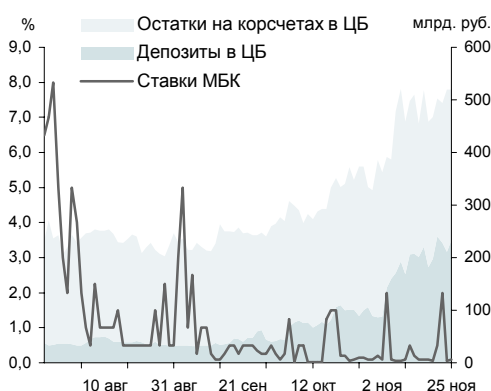
Первичный рынок: Трансмашхолдинг, Новатэк, Тулачермет (Подробнее стр. 3)

Модельный портфель (Подробнее стр. 5)

Содержание:

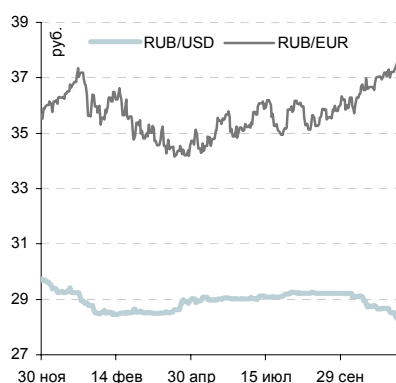
Конъюнктура вторичного рынка	2
Торговые идеи	3
Предстоящие размещения	3
Модельный портфель	5
Приложения	6

Индикаторы денежного рынка



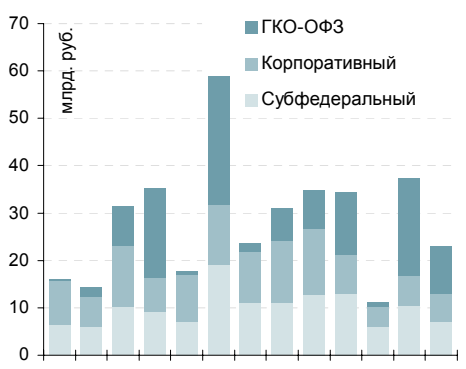
Источник: Reuters, ЦБ РФ

Динамика курса доллара и евро к рублю



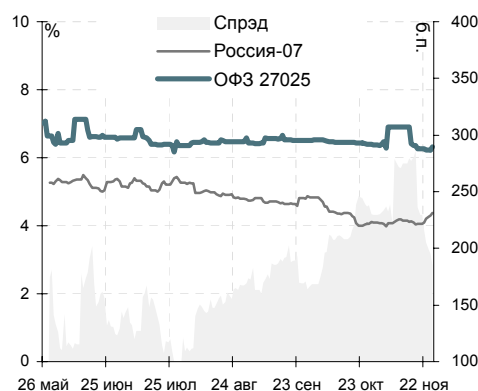
Источник: Bloomberg

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

Последняя неделя ноября окончательно расставила акценты в предпочтениях инвесторов: основная игра разворачивалась на первичном сегменте рынка рублевого долга, где общий объем предложения корпоративных и субфедеральных выпусков превысил 13.5 млрд. рублей. При этом, спрос почти на всех аукционах носил ажиотажный характер, в результате чего само понятие премии за первичное размещение на рынке постепенно «сошло на нет». Пожалуй, наиболее показательными в этом плане можно считать аукционы по размещению Лукойла и СГ Мечел. Первый выпуск разместился под доходность 7.38% годовых к двухлетней оферте, с нулевой премией к московской кривой – таким образом, инвесторы фактически приравнивали кредитный риск Лукойла и торгующегося с нулевой премией к Москве Газпрома, проигнорировав «разницу в статусе» двух заемщиков (Лукойл, в отличие от Газпрома, не является госкомпанией). На аукционе по размещению СГ Мечел премия за первичный выпуск вообще превратилась в дисконт – облигации разместились с доходностью 10.97% годовых к оферте, что оказалось на 20 б.п. ниже уровней вторичного рынка по бумагам ТД Мечел (при равной дюрации).

Ажиотаж на первичных аукционах на прошлой неделе, помимо благоприятной ситуации с денежной ликвидностью, подогревался сохраняющимся позитивом со стороны валютного рынка, где рубль, вслед за евро, продолжил укреплять свои позиции по отношению к доллару: за неделю котировки валюты опустились еще на 25-30 копеек до 28.25-29.29 руб./долл.

В то же время, ни агрессивные итоги аукционов, ни укрепляющийся рубль, ни даже повышение Moody's кредитных рейтингов ряда эмитентов (в том числе Москвы – до инвестиционного уровня), не смогли воодушевить вторичный рынок, где всю неделю преобладала довольно низкая активность. При этом, несмотря на все позитивные факторы, большинство ликвидных бумаг завершило неделю в минусе: итоговое снижение ценовых индексов ZETBI Corp и ZETBI Muni 10 составило 7 и 26 б.п., а субфедеральный индекс ZETBI Muni опустился на 30 б.п.

Вторичный сегмент рынка рублевых облигаций, проявив полную инертность к позитивным событиям, довольно чутко отреагировал на негативные: рост доходностей базовых активов в пятницу и снижение цен российских евробондов, дополнительным стимулом к которому стало обострение ситуации на Украине. В полной мере эта реакция реализовалась в понедельник, когда по длинным московским сериям котировки снизились сразу на 45 б.п. (Москва-38) – 85 б.п. (Москва-39), а в корпоративном сегменте – в пределах 33 б.п. (Газпром-3) – 72 б.п. (ЦТК-4).

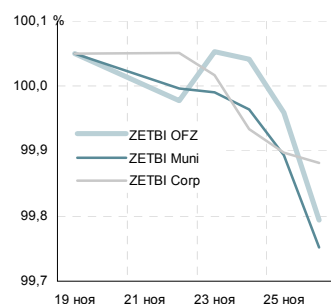
Несмотря на довольно существенный характер последнего снижения котировок – по длинным сериям Москвы доходность выросла до уровней первой половины октября – мы полагаем, что говорить о глобальной смене настроений инвесторов по итогам одного дня было бы преждевременным.

Тем более, что с фундаментальной точки зрения ситуация на рынке рублевого долга по-прежнему равновесная. На одной чаше весов – избыток рублей в финансовой системе, укрепляющийся рубль, недавнее повышение рейтинга до инвестиционного от Fitch и ожидания получения аналогичной оценки со стороны S&P. На другой – низкий потенциал роста по голубым фишкам на фоне неизменных уровней доходностей по ГКО/ОФЗ, ограничивающий интерес крупных участников рынка первичным сегментом, где наблюдается достаточно высокий поток выпусков всего спектра кредитного качества.

Таким образом, в среднесрочной перспективе более вероятным представляется возврат рынка на прежние ценовые уровни и движение в рамках бокового тренда, с основным акцентом, как и прежде, на первичные размещения.

В то же время, учитывая возросшую чувствительность рублевых облигаций к внешнему фонду, довольно большой объем макроэкономических данных в США на этой неделе и неясная перспектива развития ситуации на Украине создают риски повышенной волатильности, в особенности, в выпусках длинной дюрации. На этом фоне мы рекомендуем инвесторам ориентироваться прежде всего на недооцененные бумаги второго-третьего эшелонах средней дюрации, которые, в случае реализации негативного сценария могут выполнить защитную функцию.

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
Госбумаги		
SU26198RMFS0	0,53	31%
SU27023RMFS9	0,34	18%
SU27026RMFS2	0,21	11%
SU46014RMFS5	0,03	2%
SU46003RMFS8	-0,01	0%
Субфедеральный сегмент		
Башкорт4об	1,25	66%
ЯНАО-1 об	0,61	31%
Томск.об-1	0,55	27%
КраснЯрKp2	0,31	16%
КОМИ 5в об	0,34	15%
Корпоративный сегмент		
Таттелеком	1,65	87%
ВолАбр3-01	1,58	82%
Криогенмаш	1,46	76%
Петрокомб1	1,29	62%
СМАРТС 02	1,24	61%

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Лидеры по объему торгов

Инструмент	Объем торгов за неделю, млн. руб.
Госбумаги	
SU48001RMFS0	3 955,77
SU26198RMFS0	3 688,35
SU46001RMFS2	701,61
SU46014RMFS5	539,09
SU46002RMFS0	471,73
Субфедеральный сегмент	
МГор40-об	1 087,82
МГор29-об	783,61
МГор35-об	511,20
МГор37-об	465,41
Мос.обл.4в	439,02
Корпоративный сегмент	
Ленэнерго01	556,44
ГАЗПРОМ АЗ	528,35
ВТБ - 3об.	282,79
РусАлФ-2в	254,52
Мечел ТД-1	227,34

Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Торговые идеи

На этой неделе мы рекомендуем инвесторам ориентироваться прежде всего на недооцененные выпуски второго-третьего эшелонов средней дюрации, которые, в случае негативного развития ситуации на рынке в ближайшей перспективе могут выполнить защитную функцию. В частности, мы выделяем облигации ТД Мечела, Акрона, Нортгаза.

На коротком отрезке корпоративной кривой доходности мы обращаем внимание на облигации КуйбышевАзота, торгующиеся с доходностью 11.17% годовых: учитывая довольно высокое кредитное качество эмитента (оценка финансов согласно методике Банка Зенит соответствует минимальной группе риска), КуйбышевАзот представляет одну из наиболее привлекательных возможностей для покупки среди выпусков короткой дюрации.

В третьем эшелоне рынка мы по-прежнему рекомендуем к покупке облигации Илим Палла (14.58% годовых к погашению по последней котировке на продажу 29.11.04). Мы полагаем, что с точки зрения кредитного качества выпуск должен позиционироваться во втором эшелоне (с доходностью к погашению не более 12% годовых).

Первичный рынок

На 1 декабря намечено размещение облигаций ЗАО «Трансмашхолдинг» на сумму 1.5 млрд. руб., организаторами которого выступают ИмпэксБанк, Транскредитбанк и Никойл. Срок обращения облигаций составит 3 года с обязательством обратного выкупа эмитентом через 1.5 года после размещения. По облигациям будут выплачиваться полугодовые купоны, ставка первых трех будет определена на конкурсе в день размещения, последующие будут устанавливаться эмитентом.

ЗАО Трансмашхолдинг представляет собой управляющую компанию группы заводов, специализирующихся на железнодорожном машиностроении. В состав холдинга входят Брянский машиностроительный завод, Новочеркасский электровозостроительный завод, Бежицкий сталелитейный завод, Муромский стрелочный завод и Завод транспортного оборудования в г. Кушва. Кроме того, Трансмашхолдинг владеет 25% акций Тверского вагоностроительного завода, 42.47% акций которого находятся в собственности Министерства имущественных отношений РФ (оставшийся пакет принадлежит Росвагонмашу и находится в доверительном управлении ТМХ).

Таким образом, основным конкурентным преимуществом Трансмашхолдинга в отличие от уже представленных на рынке эмитентов отрасли является более диверсифицированная структура производства: заводы, контролируемые ТМХ, специализируются на пассажирском и грузовом вагоностроении, локомотивостроении, верхнем строении путей. Основным потребителем продукции ТМХ является ОАО «РЖД», инвестиционная программа которого только на 2004 год составляет 134 млрд. руб. Всего же, до 2010 года в развитие ж/д транспорта России РЖД планирует инвестировать 1900 млрд. руб., значительная часть которых придется на покупку продукции заводов ТМХ. Так, в ноябре 2003 г. Трансмашхолдингом было подписано соглашение о долгосрочном партнерстве с РЖД, в котором определены объемы и сроки поставок продукции. До 2010 будут модернизированы 540 тепловозов, произведено 439 пассажирских электровозов, 908 тепловозных дизелей, 629 комплектов запасных частей для капитального ремонта двигателей, 638 комплектов электрооборудования для модернизации грузовых электровозов. Общая сумма сделки составляет 4.8 млрд. долл.

Текущее финансовое состояние эмитента, согласно консолидированной отчетности по РСБУ, позволяет отнести его к высокой группе риска по методике Банка ЗЕНИТ (оценка 0.73): несмотря на демонстрируемый значительный прирост выручки (за первое полугодие она увеличилась в 2.1 раза), рентабельность находится на нулевой отметке, не позволяя говорить об удовлетворительных показателях покрытия долга. Кроме того, активное увеличение загрузки основных производственных фондов приводит к образованию отрицательного Cash Flow, покрываемого за счет роста коммерческой и финансовой задолженности: доля заемных средств в пассиве ТМХ на конец первого полугодия 2004 года составила 65% по сравнению с 59% на начало года, уровень debt ratio - 24%.

Главной причиной неудовлетворительного финансового состояния ТМХ является то, что большинство заводов вошли в холдинг после прохождения процедуры банкротства, находясь на минимальной загрузке производственных мощностей. Процесс их «реанимации» потребовал вливания значительных финансовых ресурсов в оборотный

Трансмашхолдинг

Размещение: 1 декабря 2004 г.
Объем: 1500 млн. руб.

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

Купон: полугодовой; первый-третий на аукционе, далее устанавливается эмитентом

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Импэксбанк, Транскредитбанк, Никойл

капитал и еще потребует – в обновление основных фондов и инновации. Таким образом, финансы ТМХ отражают начальную стадию финансового оздоровления производственных предприятий, и в среднесрочной перспективе, скорее всего, продемонстрируют некоторое улучшение за счет роста выручки и рентабельности.

Мы полагаем, что позиционирование облигаций ТМХ на долгом рынке будет производиться в сегменте высокорисковых бумаг, чему помимо неудовлетворительного финансового состояния будет способствовать непрозрачная структура собственности и отсутствие юридической вертикальной интеграции в рамках холдинга. Доходность двухлетних облигаций контролируемого ТМХ Тверского вагоностроительного завода сейчас составляет около 13.08% годовых. Мы полагаем, что ТМХ должен нести премию к ТВЗ за менее прозрачную структуру собственности и сложную структуру сделки, вместе с тем, он характеризуется более значительным денежным потоком и большей диверсификацией бизнеса. Кроме того, доходность выпуска должна нести премию за рыночные риски на период регистрации Отчета об итогах выпуска облигаций, что в итоге соответствует уровню к 1.5-летней оферте в размере 14.5-15% годовых.

2 декабря должно состояться размещение 1 млрд. выпуска облигаций крупнейшего в России независимого производителя газа – ОАО Новатэк. Срок обращения облигаций составит два года, ставка полугодовых купонов будет определена в ходе конкурса на ММВБ.

Активно инвестируя в газодобычу и переработку, Новатэк ежегодно демонстрирует впечатляющие темпы роста операционных показателей: так, выручка компании по IAS в 2003 году составила 17.18 млрд. руб. против 5.65 млрд. руб. в 2002 году. В первом полугодии 2004 года аналогичный показатель уже достиг 12.79 млрд. руб., почти в два раза превысив уровень первого полугодия 2003 года. При этом, производственная деятельность эмитента характеризуется высокой эффективностью: показатель рентабельности по прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации за первое полугодие 2004 года составил 30%, по чистой прибыли 18%.

Единственным негативным моментом в финансовом состоянии эмитента является достаточно высокая доля заемных средств в пассиве баланса – 36% по состоянию на первое полугодие 2004 года. Вместе с тем, более половины кредитов носят долгосрочный характер и на 60% покрываются операционным денежным потоком. В целом, финансовые показатели компании по методике Банка ЗЕНИТ соответствуют минимальной группе риска – оценка 2.57 из 3.0 возможных.

Фактором улучшения кредитоспособности НОВАТЭКа может стать вхождение в состав акционеров компании французской Total (рейтинг Aa2 от Moody's и AA от S&P): 22 сентября стороны подписали соглашение об условиях покупки 25%+1 акции российской газовой компании у кипрского фонда SWGI, который владеет 37.54% акций. Вместе с тем, сделка пока находится в стадии обсуждения, и дисконтировать ее в цене облигаций Новатэка мы считаем преждевременным.

В связи с этим, мы полагаем, что размещение облигаций компании должно проходить по доходности, близкой к уровням нефтехимических и нефтеперерабатывающих предприятий, позиционируемых во втором эшелоне рынка, – Салаватнефтеоргсинтеза и НКНХ, с премией к выпускам Газпрома около 250 б.п. При этом, после «закрытия сделки» этот спред может сузиться до 180-200 б.п., что подразумевает реализацию дополнительной спекулятивной премии для участников первичного размещения. Учитывая, что доходность по облигациям Газпром-3 сейчас колеблется в пределах 7.5% годовых, адекватная доходность по выпуску Новатэка с учетом спреда доходности в 250 б.п. складывается на уровне 10% годовых к погашению. П

Еще одно размещение, намеченное на 2 декабря – выпуск облигаций Тулачермет объемом 1 млрд. рублей. Срок до погашения по облигациям составит 3 года, с офертой по номиналу через год.

Тулачермет – крупнейший в стране экспортер товарного чугуна: доля предприятия в продажах данного вида продукции российскими предприятиями по итогам трех кварталов оценивается в 55.7% (по данным квартального отчета). За счет экспорта формируется порядка 80% от общего объема продаж: как и для крупнейших сталелитейных компаний, благоприятная конъюнктура мировых рынков обеспечивает существенный прирост выручки. В частности, по итогам трех кварталов продажи практически удвоились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, превысив 14 млрд. рублей. В то же время, а отличие от лидеров российской металлургической отрасли, бизнес Тулачермета характеризуется снижающейся нормой прибыли: рентабельность по EBITDA за 3 квартала составила всего 5%, что вдвое ниже, чем по итогам прошлого года. Для сравнения, рентабельность по EBITDA СГ Мечел в первом полугодии выросла с 16% до 26%. Вкупе с высокой долговой нагрузкой (debt ratio и отношение суммы обязательств к активам на конец 3-го квартала составляли 50% и 75%), низкая рентабельность формирует довольно

НОВАТЭК

Размещение: 2 декабря 2004 г
Объем: 1000 млн. руб.
Срок до погашения: 2 года
Купон: полугодовой;
определяется на аукционе
Доходность к погашению:
определяется на аукционе
Организатор: ИБ Траст, ING Bank

Тулачермет

Размещение: 2 декабря 2004 г
Объем: 1000 млн. руб.
Срок до погашения (оферты):
3 года (1 год)
Купон: полугодовой; ставка 1-3-го купонов определяется на аукционе, далее устанавливается эмитентом.
Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе
Организатор: Банк Москвы

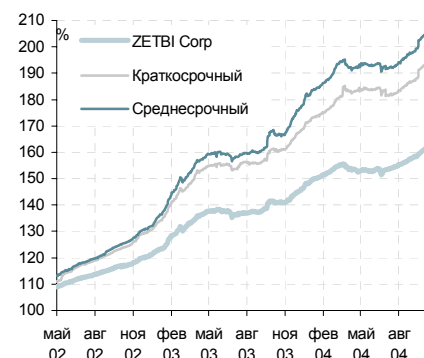
негативную картину финансового состояния: общая оценка финансов компании согласно методике Банка ЗЕНИТ – 0.74, что соответствует группе «высокого» риска.

В качестве базы для сравнения из числа представленных на рынке облигаций предприятий металлургии можно рассмотреть выпуск ТД Мечел, торгующийся с доходностью к полуторалетней оферте в размере 11.25% годовых. Доходность Тулачермета должна включать существенную премию к ТД Мечел за кредитное качество – не менее 300-350 б.п. С учетом премии за первичное размещение (около 50 б.п.) и, в то же время, меньшей дюрации, справедливый уровень доходности к оферте по облигациям Тулачермета составляет не менее 15% годовых.

Модельный портфель

На прошлой неделе наши модельные портфели принесли инвесторам убытки в размере 9 б.п. (краткосрочный портфель) и 10 б.п. (среднесрочный портфель) – при этом, индекс совокупного дохода ZETBI Muni за этот же период потерял в цене 9 б.п., а индекс ZETBI Corp вырос на 6 б.п. Большой по сравнению с корпоративным индексом убыток по модельным портфелям в основном объясняется существенным снижением цен по облигациям Су-155 (-230 б.п. по средневзвешенной цене) на фоне крайне низкой ликвидности по выпуску.

Динамика стоимости модельных портфелей



Источник: Банк ЗЕНИТ

Показатели портфелей

Краткосрочный портфель

Текущая структура:

Денежные средства	0,02%
Балтимор01	7,46%
ДжэйЭфСи	5,36%
ИлимПалпФ	10,09%
КрасЯрск01	11,85%
КрВост-Инв	9,56%
Мечел ТД-1	13,75%
СУ-155 1об	7,90%
ЦентрТел-4	18,75%
ЮТК-01 об.	8,56%
ЮТК-03 об.	6,69%

Доходность:

	относ., %	% годовых
неделя	- 0,09	- 4,90
месяц	0,76	9,21
квартал	7,15	28,67
с начала года	17,06	18,76

Среднесрочный портфель

Текущая структура:

Денежные средства	0,02%
Балтимор01	8,98%
ДжэйЭфСи	4,48%
ИлимПалпФ	9,33%
КрасЯрск01	10,68%
КрВост-Инв	12,90%
Мечел ТД-1	16,67%
СУ-155 1об	9,04%
ЦентрТел-4	9,66%
ЮТК-01 об.	12,71%
ЮТК-03 об.	5,54%

Доходность:

	относ., %	% годовых
неделя	- 0,10	- 5,05
месяц	0,75	9,12
квартал	6,56	26,30
с начала года	16,94	18,63

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 Поспелов	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
Доверительное управление активами	Сергей Матюшин	s.matyushin@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	Анастасия Шамина	a.shamina@zenit.ru
Еврооблигации	Константин Павлов	k.pavlov@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvorov@zenit.ru
Акции	Иван Карачинский	i.karachinsky@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление 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. © 2004 Банк ЗЕНИТ.