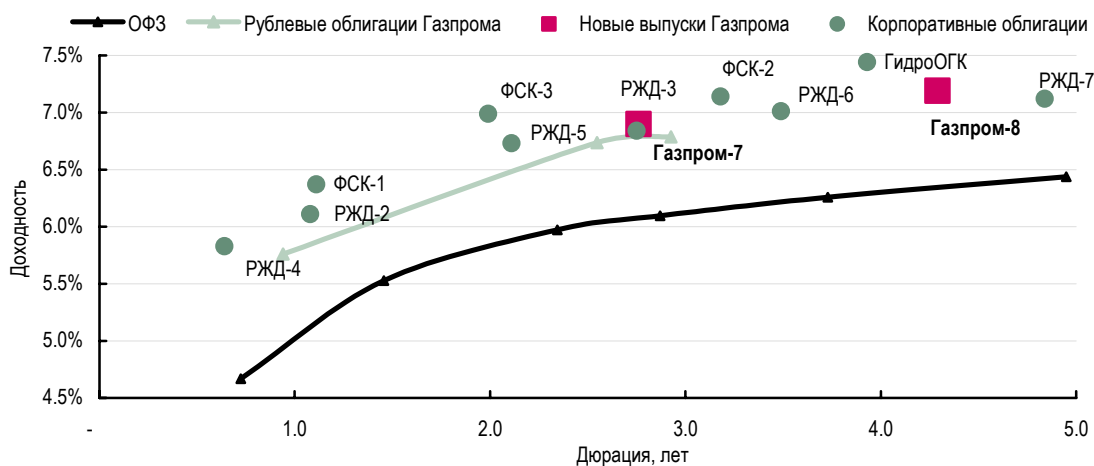


Газпром-7 и Газпром-8 Оценка справедливой доходности

- В начале ноября 2006 г. Газпром планирует разместить два выпуска рублевых облигаций: Газпром-7 (объем 5 млрд руб., срок обращения три года) и Газпром-8 (5 млрд руб., срок обращения пять лет).
- Принимая во внимание развитый рынок облигаций Газпрома и квазисуверенный статус его долга, скорее всего, инвесторы будут сравнивать новые облигации с обращающимися на рынке рублевыми инструментами газовой монополии, а не с бумагами других эмитентов.
- Справедливый спред выпусков к кривой доходности ОФЗ мы оцениваем следующим образом: Газпром-7 на уровне 73-83 б. п., Газпром-8 – 75-85 б. п. (с учетом премии за первичное размещение, которую могут потребовать инвесторы).
- Справедливая доходность облигаций Газпром-7 составляет 6.80-6.90% (что соответствует ставке купона 6.69-6.78%); справедливая доходность выпуска Газпром-8 – 7.09-7.19% (ставка купона 6.97-7.07%).
- Рыночная ситуация на момент размещения может измениться, поэтому фактические результаты аукциона могут существенно отличаться от наших оценок.
- Наша модель оценки относительной стоимости внутренних и внешних долговых обязательств позволяет сравнить облигации Газпром-7 и Газпром-8 с кривой доходности еврооблигаций Газпрома и оценить возможный потенциал снижения доходности.
- Длинные хеджированные позиции в выпусках Газпром-7 и Газпром-8 при указанных уровнях справедливой доходности дают премию к еврооблигациям Газпрома в размере 50-60 б. п. и 15-25 б. п. соответственно.
- Длинные нехеджированные позиции в новых обязательствах Газпрома могут обеспечить еще большую доходность, хотя и за счет более высокого риска. С учетом прогнозируемой Ренессанс Капиталом динамики курса рубля премия к еврооблигациям Газпрома для выпуска Газпром-7 может достичь 289-299 б. п., а для выпуска Газпром-8 – 138-148 б. п.

Рисунок 1. Газпром-7 и Газпром-8: оценка справедливой доходности



Оценка справедливой доходности

В начале ноября 2006 г. Газпром планирует разместить седьмой и восьмой выпуски облигаций объемом по 5 млрд руб. каждый. Срок обращения облигаций Газпром-7 составляет три года, облигаций Газпром-8 – пять лет. Условия размещения не предусматривают оферты. По нашим оценкам, дюрация выпусков Газпром-7 и Газпром-8 составляет 2.76 лет и 4.29 лет соответственно.

Газпром является активным заемщиком как на рынке еврооблигаций, так и на рынке внутренних долговых обязательств. Большинство инвесторов рассматривают долг Газпрома как квазисуверенный, и мы согласны с этой точкой зрения. При оценке облигаций участники рынка чаще всего используют ценообразование уже обращающихся выпусков Газпрома, не теряя времени на кредитный анализ компании или сравнительный анализ с облигациями других эмитентов.

По этой причине мы оцениваем справедливый спрэд и доходность предстоящих выпусков на основе уже обращающихся облигаций, то есть тем же методом, каким они будут оценены участниками долгового рынка. Однако для иностранных инвесторов приоритетной является доходность в долларовом выражении, поэтому мы дополнительно сравниваем рублевые облигации с еврооблигациями Газпрома.

В табл. 1 приведены показатели обращающихся рублевых облигаций Газпрома. Очевидно, что с ростом дюрации спрэды к кривой доходности ОФЗ постепенно увеличиваются. По нашим оценкам, справедливый спрэд выпуска Газпром-7 к кривой доходности ОФЗ составляет 73 б. п., выпуска Газпром-8 – 75 б. п. Поскольку на ноябрь запланировано большое количество размещений рублевых долговых обязательств (в том числе эмитентов первого эшелона), инвесторы, вероятно, потребуют некоторую премию при размещении. Тем не менее, мы считаем, что для эмитентов уровня Газпрома размер премии не превысит 10 б. п.

Таблица 1. Доходность рублевых облигаций Газпрома

Выпуск	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Ставка купона	Доходность к погашению	Средний спрэд к ОФЗ, б. п.*
Газпром-5	09.10.07	0.94	101.75	7.58%	5.76%	68
Газпром -6	06.08.09	2.55	100.80	6.95%	6.74%	73
Газпром -4	10.02.10	2.93	104.50	8.22%	6.79%	73
Газпром -7	29.10.09	2.76	100.00	6.69-6.78%	6.80-6.90%	73-83
Газпром-8	27.10.11	4.29	100.00	6.97-7.07%	7.09-7.19%	75-85

* Рассчитывается средний номинальный спрэд за последний месяц.

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

По нашему мнению, справедливая доходность облигаций Газпром-7 составляет 6.80-6.90%, что соответствует ставке купона 6.69-6.78%. Справедливая доходность выпуска Газпром-8 находится на уровне 7.09-7.19% (ставка купона 6.97-7.07%).

Конъюнктура рынка рублевых долговых инструментов на момент размещения может существенно отличаться от текущей. Мы рассчитываем справедливые спрэды и доходности по состоянию на текущую дату, поэтому фактические результаты размещения могут значительно отличаться от наших расчетов.

Потенциал роста

Хеджированные позиции

Наша модель оценки относительной стоимости внутренних и внешних долговых обязательств позволяет нам сравнить выпуски Газпром-7 и Газпром-8 с кривой доходности еврооблигаций Газпрома и оценить потенциал снижения доходности. В модели предполагается, что каждый платеж по рублевой облигации хеджируется открытием длинной позиции в контрактах NDF на курс USD/RUB. В результате рублевая облигация преобразуется в синтетическую облигацию, деноминированную в долларах. Мы сравниваем валютную доходность этого синтетического инструмента с доходностью еврооблигаций эмитента.

При указанном справедливом уровне рублевой доходности (6.80-6.90% для Газпром-7 и 7.09-7.19% для Газпром-8) валютная доходность составляет 6.18-6.28% для облигаций Газпром-7 и 6.20-6.30% для Газпром-8. Таким образом, выпуски Газпром-7 и Газпром-8 обеспечивают премию к кривой доходности еврооблигаций Газпрома в размере 50-60 б. п. и 15-25 б. п. соответственно.

Таблица 2. Валютная доходность рублевых облигаций Газпрома

Выпуск	Погашение	Дюрация, лет	Рублевая доходность к погашению	Валютная доходность к погашению	Премия к еврооблигациям, б. п.
Газпром-5	09.10.07	0.94	5.76%	5.96%	27
Газпром-6	06.08.09	2.55	6.74%	6.17%	43
Газпром-4	10.02.10	2.93	6.79%	6.12%	31
Газпром-7	29.10.09	2.76	6.80-6.90%	6.18-6.28%	50-60
Газпром-8	27.10.11	4.29	7.09-7.19%	6.20-6.30%	15-25

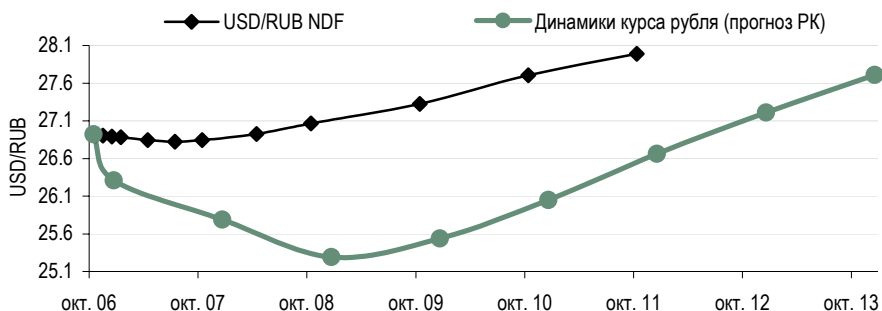
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Мы полагаем, что существующая возможность арбитража имеет техническую природу: многие покупатели еврооблигаций Газпрома (особенно иностранные управляющие компании) не имеют доступа к рынку рублевых облигаций. Однако с ростом числа иностранных инвесторов, покупающих внутренние российские облигации (что стало возможным после либерализации валютного регулирования), спрэд между рублевыми долговыми обязательствами и еврооблигациями Газпрома должен сузиться.

Нехеджированные позиции: потенциал роста еще выше

По нашему мнению, фактический курс рубля будет намного выше того, который учитывается в стоимости контрактов NDF. Практика показывает, что форвардные контракты на рубль/доллар обычно недооценивают динамику рубля, особенно в долгосрочной перспективе.

Рисунок 2. Динамика курса USD/RUB: контракты NDF и прогноз РК



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таким образом, нехеджированные длинные позиции в рублевых облигациях Газпрома могут обеспечить еще более высокую доходность в долларовом измерении, чем хеджированные, хотя и за счет более высокого риска. Согласно нашему прогнозу динамики курса USD/RUB, валютная доходность выпуска Газпром-7 может достигнуть 8.58-8.68%, облигаций Газпром-8 – 7.43-7.53%, что обеспечит премию к еврооблигациям компании в размере 289-299 б. п. и 138-148 б. п. соответственно.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чье имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыгова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Курприянова

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян
Ooganian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов. ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации: брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000 дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000 депозитарная деятельность – лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100