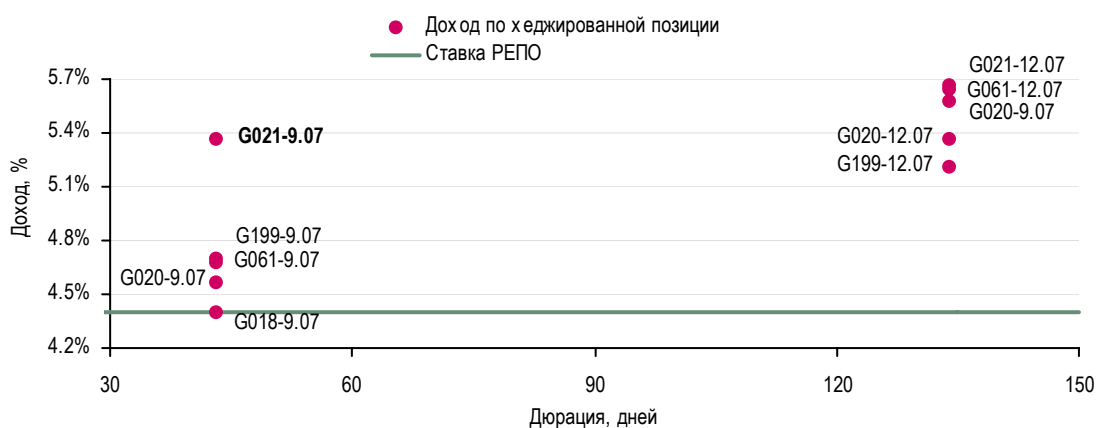


## Арбитраж по фьючерсам на ОФЗ Лучше, чем *carry trade*!

- На фондовой бирже РТС 25 июня начались торги поставочными фьючерсами на ОФЗ. Фьючерсные контракты предусмотрены на эталонные выпуски государственных облигаций (ОФЗ со сроком обращения 3, 5, 10, 15 и 30 лет). В обращении находятся контракты с поставкой пятого сентября и пятого декабря 2007 г. Первые недели торгов фьючерсами на ОФЗ показали, что предложенные инструменты востребованы участниками рынка.
- Появление фьючерсных контрактов на базовые активы рублевого рынка облигаций, пожалуй, впервые предоставляет реальную возможность раздельного управления процентным и кредитным рисками. Фьючерсы на ОФЗ также делают возможной продажу процентного риска, позволяя застраховаться от роста процентных ставок. Кроме того, наличие фьючерсных контрактов на ОФЗ делает перспективной и реализацию разнообразных спекулятивных арбитражных стратегий.
- Наши расчеты показывают, что в настоящее время в ценообразовании фьючерсных контрактов на ОФЗ присутствует существенная неэффективность, которую мы рекомендуем использовать для получения прибыли. Важно подчеркнуть, что арбитражная торговая стратегия с использованием фьючерсов на ОФЗ является менее рискованной по сравнению с широко используемой стратегией *carry trade*, так как цена исполнения фьючерсного контракта известна заранее.
- Мы предлагаем инвесторам рассмотреть возможность продажи фьючерсного контракта с одновременной покупкой ОФЗ на спот-рынке. Такая операция фактически моделирует сделку обратного РЕПО. Исходя из текущих котировок фьючерсов и ОФЗ, доходность такой операции варьируется в диапазоне 4.4-5.7%. Сделать такую операцию нейтральной с точки зрения денежной позиции можно, заключив сделку прямого РЕПО. По завершении операции инвестор остается в явном выигрыше, так как рыночные ставки РЕПО (сроком на 7-14 дней) варьируются в диапазоне 4.0-4.6% (что соответствует 4.1-4.7% при годовом начислении процентов). Таким образом, доход от этой инвестиционной стратегии составит 0.3-1.3% для большинства контрактов. Экономический эффект от такой сделки становится еще более привлекательным при использовании финансового рычага.
- Динамика ставок РЕПО под обеспечение ОФЗ напрямую зависит от ожидаемого развития ситуации с рублевой ликвидностью и направления движения ставок денежного рынка. Поэтому при прочих равных условиях в целях осуществления арбитражной стратегии с продажей фьючерсов на ОФЗ целесообразно использовать «ближайший» (сентябрьский) контракт. Таким образом, мы рекомендуем к продаже фьючерсный контракт на ОФЗ 46021 с исполнением в сентябре.

Рисунок 1. Доход от покупки ОФЗ на спот-рынке с одновременной продажей фьючерса на эту ОФЗ



Преимущества фьючерсов на ОФЗ – простота заключения сделок и значительный объем базовых ОФЗ в обращении

Новые инструменты востребованы рынком

Фьючерсы на ОФЗ открывают возможность для реализации новых торговых стратегий

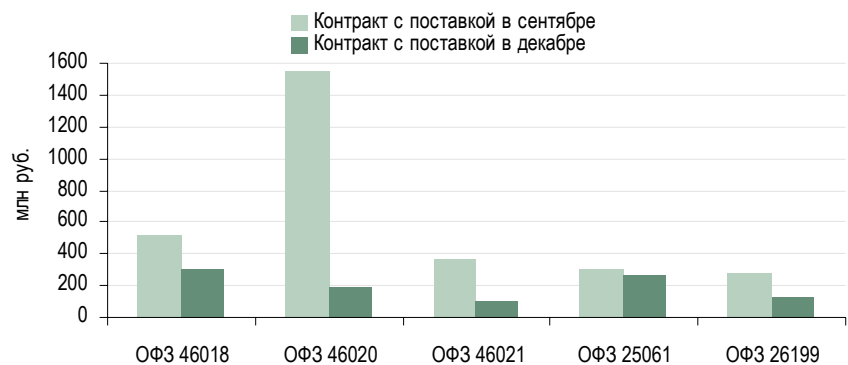
### Фьючерсы на ОФЗ – новый этап развития рынка гособлигаций

На фондовой бирже РТС 25 июня начались торги поставочными фьючерсами на ОФЗ. Фьючерсные контракты предусмотрены на эталонные выпуски государственных облигаций (ОФЗ со сроком обращения 3, 5, 10, 15 и 30 лет). В обращении находятся контракты с поставкой пятого сентября и пятого декабря 2007 г. В отличие от фьючерсов на корзину облигаций Москвы, фьючерсы на ОФЗ привязаны к конкретным выпускам государственных обязательств, что существенно упрощает процедуру их использования. На этапе становления срочного рынка ОФЗ именно простота заключения сделок с фьючерсами, на наш взгляд, является главным преимуществом новых инструментов. При этом мы не прогнозируем возникновения дефицита инструментов для поставки, так как объем базовых выпусков в обращении составляет порядка 264 млрд руб.

В последние годы рынок государственных облигаций динамично развивался, а кривая доходности ОФЗ стала индикативной для участников рынка рублевых обязательств. Слабым местом рынка госбумаг до последнего времени оставалось отсутствие фьючерсных контрактов на ОФЗ, что существенно сужало спектр инвестиционных стратегий как на рынке государственных долговых инструментов, так и на рублевом рынке облигаций в целом.

Первые недели торгов фьючерсами на ОФЗ показали, что предложенные инструменты пользуются спросом у участников рынка. Основной объем операций приходится на «ближайший» контракт (с поставкой в сентябре), что соответствует классическому характеру торгов фьючерсами на международном рынке. Общий объем открытых позиций во фьючерсных контрактах на ОФЗ по состоянию на 24 июля составил 3.3 млрд руб., что в несколько раз превышает суммарные открытые позиции во фьючерсах на облигации Москвы.

Рисунок 2. Объем торгов фьючерсами на ОФЗ с 25 июня по 24 июля 2007 г.



Источник: РТС

Появление ликвидных фьючерсов на ОФЗ, пожалуй, впервые предоставляет реальную возможность раздельного управления процентным и кредитным рисками. Таким образом, торговые стратегии, основанные на изменении относительной стоимости активов, теперь могут быть использованы и на рынке рублевых облигаций.

Следует отметить, что до последнего времени в силу специфики расчетов по операциям с государственными облигациями существовала лишь возможность покупки процентного риска (открытие длинной позиции с определенным сроком до погашения в расчете на снижение процентной ставки). Фьючерсы на ОФЗ также делают возможной продажу процентного риска, позволяя застраховаться от роста процентных ставок. Это существенно повышает устойчивость рынка рублевых долговых обязательств в целом.

Помимо вышеуказанных основных стратегий, появление фьючерсных контрактов на ОФЗ делает возможным и осуществление разнообразных спекулятивных арбитражных стратегий. Наши расчеты показывают, что в настоящее время в ценообразовании фьючерсов на ОФЗ присутствует существенная неэффективность, которую мы рекомендуем использовать для получения прибыли. Важно подчеркнуть, что арбитражная торговая

стратегия с использованием фьючерсов на ОФЗ является менее рискованной по сравнению с широко используемой стратегией *carry trade*. Для лучшего понимания природы арбитража необходимо более четко сформулировать принципы ценообразования фьючерсов.

### Методика оценки фьючерсов

В основе оценки фьючерсов лежат принципы отсутствия арбитража. При неэффективном ценообразовании инвестор всегда может сформировать позицию таким образом, чтобы получить безрисковую прибыль, не инвестируя собственные средства (т. е. осуществить арбитраж).

Например, если стоимость фьючерсного контракта занижена, то для получения безрисковой прибыли инвестор может продать базовый актив и одновременно купить фьючерс на эту облигацию. Полученные от продажи базового актива средства необходимо инвестировать по безрисковой ставке на период, заканчивающийся в дату исполнения фьючерса. В результате к моменту исполнения фьючерса к инвестору «вернутся» ранее вложенные средства в объеме, превышающем размер обязательств по фьючерсному контракту, и он сможет зафиксировать прибыль.

Если фьючерсный контракт слишком дорог, то алгоритм действий будет обратным. Инвестор продает фьючерс и одновременно занимает по безрисковой ставке средства, которые направляет на покупку соответствующего выпуска ОФЗ. В день исполнения фьючерса инвестор осуществляет поставку ОФЗ (по цене исполнения контракта) и часть полученных средств использует для погашения кредита.

При оценке стоимости фьючерсов на купонные облигации крайне важно учитывать следующие факторы. Во-первых, до момента исполнения контракта его владелец не получает купонный доход по базовому активу, а при исполнении контракта держатель фьючерса покупает облигацию по стоимости, включающей накопленный купонный доход, тогда как сами фьючерсные контракты котируются без учета накопленного купонного дохода. Таким образом, в рамках безарбитражной стратегии покупатель фьючерса должен инвестировать средства от продажи базовой ОФЗ по такой ставке, которая компенсировала бы купонный доход, накопленный к дате исполнения контракта, и купонные платежи, которые инвестор не получил из-за того, что владел не самой бумагой, а фьючерсным контрактом (используется будущая стоимость купонов, приведенная к дате исполнения контракта).

Во-вторых, при заключении фьючерсного контракта инвестор обязан внести минимальное гарантийное обеспечение (2% от стоимости контракта для выпуска ОФЗ 25061, 2.5% для ОФЗ 26199, 3% для ОФЗ 46018 и ОФЗ 46021, 4% для ОФЗ 46020). Эти средства будут возвращены лишь на следующий день после исполнения фьючерса; они служат обеспечением исполнения контракта и не приносят какого-либо дохода.

### Причина неэффективности – новизна инструмента

Используя вышеописанные принципы безарбитражной стратегии, а также рыночные цены фьючерсных контрактов и базовых ОФЗ, мы рассчитали процентные ставки по фьючерсам на ОФЗ. Сравнение этих ставок с рыночными позволяет сделать выводы о справедливой стоимости фьючерсных контрактов.

Признаком неэффективности ценообразования фьючерсов на ОФЗ является «разброс» ставок, полученных в результате анализа. Так, для контрактов с исполнением в сентябре 2007 г. ставки изменяются в диапазоне 4.39-5.37% по цене спроса и 5.16-6.21% по цене предложения. Такая же картина наблюдается и с декабрьскими контрактами – их ставки составляют 5.21-5.66% по цене спроса и 5.49-5.93% по цене предложения (табл. 2-3).

На эффективном рынке ставки фьючерсов с одной датой исполнения не должны сильно отличаться. Исключением являются лишь ситуации, когда базовый актив обладает некими уникальными свойствами (например, именно этот выпуск облигаций пользуется повышенным спросом из-за ограниченного предложения или в связи с тем, что он принимается в залог при операциях РЕПО на исключительно выгодных условиях).

Стратегия при дешевом фьючерсе – покупка фьючерса и продажа базовой ОФЗ

Стратегия при дорогом фьючерсе – продажа фьючерса и покупка базовой ОФЗ

При оценке фьючерса должны учитываться купонные платежи по базовой ОФЗ и размер гарантийного обеспечения

Разброс ставок фьючерсов – признак неэффективности ценообразования

Таблица 1. Рыночные цены на ОФЗ – базовые активы для фьючерсов (на 24 июля 2007 г.)

Базовый выпуск	Дата погашения	Цена	Доходность к погашению	Дюрация, лет	Ставка купона
ОФЗ 46018	24.11.21	111.72	6.42%	8.48	9.00%
ОФЗ 46020	06.02.36	103.15	6.76%	12.56	6.90%
ОФЗ 46021	08.08.18	100.72	6.33%	7.4	8.00%
ОФЗ 25061	05.05.10	100.13	5.87%	2.56	5.80%
ОФЗ 26199	11.07.12	100.41	6.14%	4.32	6.10%

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Котировки фьючерсов предполагают сохранение доходностей ОФЗ на текущем уровне

Судя по всему, большинство инвесторов пренебрегают принципами отсутствия арбитража и оценивают стоимость фьючерса, исходя из предположения, что доходность базового выпуска останется на текущем уровне на момент исполнения контракта. Например, стоимость фьючерсных контрактов на ОФЗ 46021 предполагает, что доходность к погашению базового выпуска сохранится на уровне 6.33% на пятое сентября и 6.34% на пятое декабря. Фьючерсы на ОФЗ 25061 предусматривают доходность к погашению в размере 5.88% на пятое сентября и 5.86% на пятое декабря. Мы предлагаем воспользоваться сложившейся неэффективностью ценообразования и получить безрисковую прибыль по хеджированным позициям во фьючерсах.

### Стоимость фьючерсных контрактов завышена

Стратегия покупки фьючерса и продажи ОФЗ приносит убыток 1.0-2.0%

Покупка фьючерса по цене предложения в случае реализации арбитражной стратегии предполагает, что инвестор продает базовый актив и вкладывает полученные средства, чтобы в день исполнения контракта располагать необходимыми ресурсами для покупки ОФЗ. Если ставка инвестирования будет ниже, чем предполагалось по фьючерсу, то средств может оказаться не достаточно для исполнения контракта, либо суммарный доход не сможет компенсировать «неполученный» купон. Таким образом, справедливая ставка фьючерса представляет собой минимальную ставку инвестирования полученных от продажи ОФЗ средств, при которой покупка фьючерсного контракта не принесет убытка.

В качестве безрисковых ставок инвестирования средств, полученных от продажи ОФЗ, можно использовать доходности краткосрочных ОФЗ или ОБР. В ходе последнего аукциона ОБР-2 доходности к выкупу (13 декабря 2007 г.) сложились на уровне 4.21%. Становится очевидно, что в настоящее время фьючерсные контракты являются довольно дорогими, так как соответствующие безрисковые рыночные ставки сейчас существенно ниже минимальных ставок инвестирования (5.16-6.21%), предполагаемых фьючерсами. В результате стратегия покупки фьючерса при одновременной продаже ОФЗ на спот-рынке приносит убыток 1.0-2.0%.

Таблица 2. Ставки фьючерсов при использовании стратегии продажи ОФЗ на спот-рынке с одновременной покупкой фьючерса (по ценам на 24 июля 2007 г.)

Контракт	Тикер	Дата исполнения	Базовый актив	Минимальный размер гарантийного обеспечения	Цена предложения	Минимальная ставка инвестирования	Доходность ОБР	Арбитраж
G018-9.07	18U7	05.09.07	ОФЗ 46018	3.00%	11135.00	5.16%	4.21%	-0.95%
G018-12.07	18Z7	05.12.07	ОФЗ 46018	3.00%	11084.00	5.86%	4.21%	-1.65%
G020-9.07	20U7	05.09.07	ОФЗ 46020	4.00%	10300.00	5.30%	4.21%	-1.09%
G020-12.07	20Z7	05.12.07	ОФЗ 46020	4.00%	10280.00	5.63%	4.21%	-1.42%
G021-9.07	21U7	05.09.07	ОФЗ 46021	3.00%	10055.00	6.21%	4.21%	-2.00%
G021-12.07	21Z7	05.12.07	ОФЗ 46021	3.00%	10015.00	5.93%	4.21%	-1.72%
G061-9.07	61U7	05.09.07	ОФЗ 25061	2.00%	10010.00	5.54%	4.21%	-1.33%
G061-12.07	61Z7	05.12.07	ОФЗ 25061	2.00%	10015.00	5.86%	4.21%	-1.65%
G199-9.07	99U7	05.09.07	ОФЗ 26199	2.50%	10035.00	5.56%	4.21%	-1.35%
G199-12.07	99Z7	05.12.07	ОФЗ 26199	2.50%	10020.00	5.49%	4.21%	-1.28%

Источники: ММВБ, РТС, оценка Ренессанс Капитала

Менее дорогими для покупки являются сентябрьские фьючерсы на ОФЗ 46018 и ОФЗ 46020

Наименее привлекательными для покупки являются те контракты, которые требуют самой высокой процентной ставки для инвестирования средств, полученных от продажи базовой ОФЗ. Следовательно, для инвесторов, предпочитающих открыть длинную позицию во фьючерсах, менее дорогостоящими являются контракты с самыми низкими ставками инвестирования, а именно фьючерсы на ОФЗ 46018 и ОФЗ 46020 с исполнением в сентябре (5.16% и 5.30% соответственно).

## Продажа фьючерсного контракта и покупка ОФЗ на спот-рынке – отличная альтернатива *carry trade*

Теперь рассмотрим возможности арбитража в случае продажи фьючерсного контракта с одновременной покупкой ОФЗ на спот-рынке. Такая операция фактически моделирует сделку обратного РЕПО – предоставление финансирования под залог ценных бумаг. Таким образом, на сегодняшний день ставки фьючерсов с исполнением в сентябре можно интерпретировать как стоимость шестинедельного РЕПО, а ставки декабрьских контрактов – как ставки РЕПО сроком на четыре месяца. Исходя из текущих котировок фьючерсов и цен базовых ОФЗ, указанные ставки варьируются в диапазоне 4.39-5.66% (табл. 3).

Смоделировав сделку обратного РЕПО, сделать операцию нейтральной с точки зрения денежной позиции можно, заключив сделку прямого РЕПО – заложив приобретенные ОФЗ по сложившимся рыночным ставкам. По завершении такой операции инвестор остается в явном выигрыше, так как рыночные ставки РЕПО (сроком на 7-14 дней) варьируются в диапазоне 4.0-4.6% (что соответствует 4.1-4.7% при годовом начислении процентов). Таким образом, доход от этой инвестиционной стратегии составит 0.3-1.3% для большинства контрактов. Экономический эффект от такой сделки становится еще более значительным, если использовать финансовый рычаг.

Таблица 3. Ставки фьючерсов при использовании стратегии покупки ОФЗ на спот-рынке с одновременной продажей фьючерса (по ценам на 24 июля 2007 г.)

Контракт	Тикер	Дата исполнения	Базовый актив	Минимальный размер гарантийного обеспечения	Цена спроса	Доход по хеджированной позиции	Ставка РЕПО (средняя)	Арбитраж
G018-9.07	18U7	05.09.07	ОФЗ 46018	3.00%	11125.00	4.39%	4.40%	-0.01%
G018-12.07	18Z7	05.12.07	ОФЗ 46018	3.00%	11075.00	5.64%	4.40%	1.24%
G020-9.07	20U7	05.09.07	ОФЗ 46020	4.00%	10291.00	4.56%	4.40%	0.16%
G020-12.07	20Z7	05.12.07	ОФЗ 46020	4.00%	10270.00	5.37%	4.40%	0.97%
<b>G021-9.07</b>	<b>21U7</b>	<b>05.09.07</b>	<b>ОФЗ 46021</b>	<b>3.00%</b>	<b>10045.00</b>	<b>5.37%</b>	<b>4.40%</b>	<b>0.97%</b>
G021-12.07	21Z7	05.12.07	ОФЗ 46021	3.00%	10005.00	5.66%	4.40%	1.26%
G061-9.07	61U7	05.09.07	ОФЗ 25061	2.00%	10000.00	4.67%	4.40%	0.27%
G061-12.07	61Z7	05.12.07	ОФЗ 25061	2.00%	10005.00	5.58%	4.40%	1.18%
G199-9.07	99U7	05.09.07	ОФЗ 26199	2.50%	10025.00	4.70%	4.40%	0.30%
G199-12.07	99Z7	05.12.07	ОФЗ 26199	2.50%	10010.00	5.21%	4.40%	0.81%

Источники: ММББ, РТС, оценка Ренессанс Капитала

Вышеописанная стратегия является менее рискованной по сравнению с широко распространенной *carry trade*, так как цена исполнения фьючерсного контракта (цена продажи ОФЗ) известна заранее. Единственным существенным риском при осуществлении арбитража с использованием заемных средств является волатильность рыночных ставок РЕПО. Большинство сделок прямого РЕПО под залог ОФЗ заключается на срок 7-14 дней, следовательно, инвестор будет вынужден несколько раз продлевать прямое РЕПО до момента исполнения фьючерсного контракта. Впрочем, аналогичные риски присутствуют и при осуществлении стратегии *carry trade*.

Динамика ставок РЕПО под обеспечение ОФЗ напрямую зависит от ожидаемого развития ситуации с рублевой ликвидностью и направления движения ставок денежного рынка. Поэтому при прочих равных условиях в целях осуществления арбитражной стратегии с продажей фьючерсов на ОФЗ целесообразно использовать «ближайший» (сентябрьский) контракт. Имеющегося запаса рублевой ликвидности, на наш взгляд, вполне достаточно для поддержания низких ставок денежного рынка до исполнения сентябрьского контракта. Таким образом, ставки РЕПО под залог ОФЗ с достаточно высокой вероятностью будут оставаться на комфортном уровне (около 4.0-4.6%) в ближайшие полтора месяца.

Покупка фьючерса и продажа базовой ОФЗ моделируют сделку обратного РЕПО

Получение финансирования по ставке 4.0-4.6% позволяет получить арбитражную прибыль 0.3-1.3%

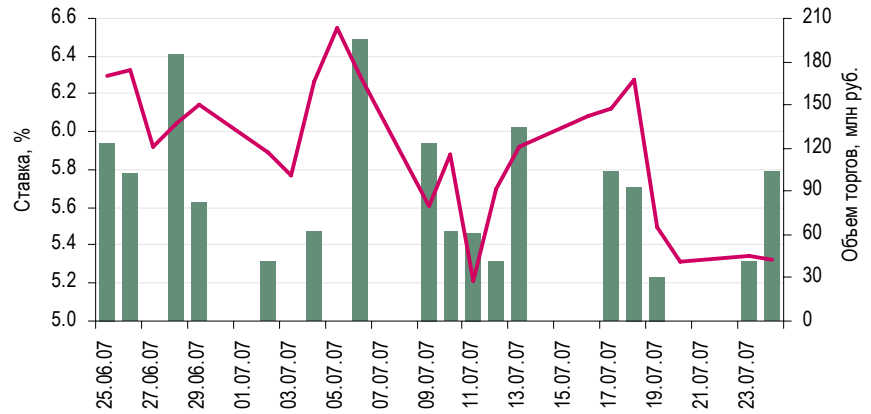
Покупка ОФЗ и продажа фьючерса – менее рискованная стратегия, чем *carry trade*

Сентябрьские контракты несут наименьший риск изменения стоимости финансирования

Арбитраж сохраняется даже после недавнего падения ставок фьючерсов

Несмотря на то, что доход от стратегии покупки ОФЗ на спот-рынке при одновременной продаже фьючерса за последнюю неделю заметно снизился, возможность арбитража по-прежнему существует.

Рисунок 3. Ставки наиболее ликвидного фьючерса на ОФЗ 46020 с исполнением в сентябре



Источники: ММВБ, РТС

Арбитраж от продажи сентябрьского фьючерса на ОФЗ 46021 с одновременной покупкой этой ОФЗ на спот-рынке составляет 0.7-1.3%

Наиболее подходящим контрактом для описанной выше стратегии является сентябрьский фьючерс на ОФЗ 46021 (ставка 5.37%) – предусмотренная этим контрактом максимальная процентная ставка кредитования более существенно превышает стоимость РЕПО под обеспечение ОФЗ, чем у других сентябрьских фьючерсов. В связи с этим, мы рекомендуем инвесторам следующую стратегию для осуществления арбитража.

- Продать сентябрьский фьючерс на ОФЗ 46021. Возможен выбор других контрактов, но главным условием получения прибыли является требование, чтобы ставка кредитования не превышала ставку, рассчитанную для фьючерса.
- Приобрести базовый актив для проданного фьючерса – ОФЗ 46021.
- Фьючерсы на ОФЗ являются поставочными контрактами, поэтому в дату исполнения контракта следует продать («поставить») ранее купленную ОФЗ 46021 по цене исполнения фьючерса. Доходность этой хеджированной позиции составляет 5.37%.
- В случае привлечения заемных средств разница между доходом по хеджированной позиции и стоимостью фондирования и является прибылью от арбитража. При ставках РЕПО 4.0-4.6% арбитраж составляет 0.7-1.3% годовых.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чь 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 мог 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

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

#### Заместитель начальника отдела анализа акций

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

#### Заместитель начальника отдела анализа долговых обязательств

Павел Мамай  
+ 7 (495) 258 7708  
Pmamai@rencap.com

#### 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  
Ринат Кирданы

#### Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов  
Efaritov@rencap.com

#### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина  
Nzagvozdina@rencap.com  
Алексей Языков  
Иван Николаев  
Виктор Дима

#### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш  
Rnash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян  
Тим Брэнтон

#### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
Redwards@rencap.com  
Юрий Власов

#### Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес  
Alandes@rencap.com  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
Aburgansky@rencap.com  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

#### Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг  
Dweaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Схляр

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
Awaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Трэвис Джонс

#### Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Олеся Черданцева  
Игорь Лебединец

#### Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбег  
Akazbegi@rencap.com  
Иван Ким

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

Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Фаиг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голуцова  
Владислав Носик

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
Emalakhova@rencap.com  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

#### Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
Amoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

#### Кредитный анализ + 7 (495) 258 7708

Павел Мамай  
Pmamai@rencap.com  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова

#### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова  
Ostepanova@rencap.com  
Юлия Попова

© 2007 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