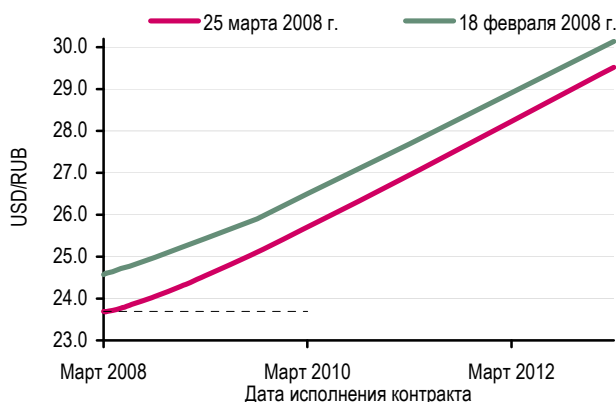


Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

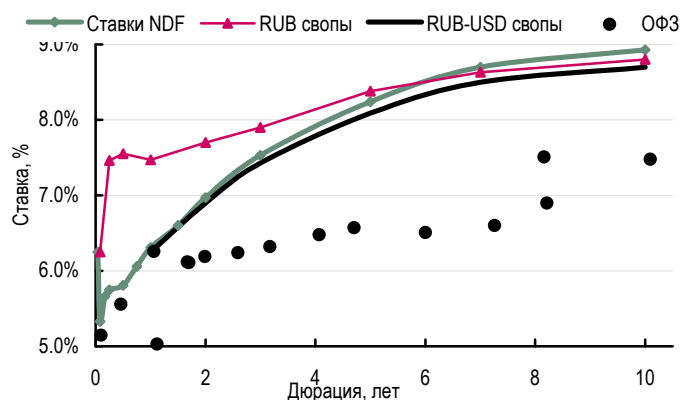
- Валютная доходность большинства рублевых облигаций увеличилась в результате снижения котировок.
- Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков для большинства эмитентов изменилась незначительно – увеличение доходности еврооблигаций было сопоставимым с ростом валютной доходности рублевых бумаг. Исключением стали краткосрочные рублевые обязательства, большинство из них сейчас недооценены или оценены справедливо относительно внешнего рынка.
- Ставки краткосрочных контрактов NDF снизились на 20-80 б. п., а для контрактов на срок свыше одного года увеличились на 7-42 б. п. В результате средне- и долгосрочные ОФЗ остаются переоцененными, а короткие гособлигации стали привлекательными для иностранных инвесторов.
- Изменение формы кривой NDF привело к удешевлению хеджирования краткосрочных рублевых обязательств на 20-47 б. п. Для средних и длинных облигаций стоимость хеджирования продолжает расти, хотя и более медленными темпами по сравнению с предыдущими месяцами (с 18 февраля 2008 г. она увеличилась на 20-50 б. п.).
- В нашу модель оценки относительной стоимости мы добавили трех новых эмитентов: НОМОС-Банк, АК БАРС и Банк Москвы (рис. 9-11).
- Мы рекомендуем инвесторам сохранять длинные позиции в пятом и восьмом выпусках Банка Русский Стандарт, а также в выпуске УРСА Банк-2 – по нашей модели оценки, эти облигации наиболее привлекательны по отношению к внешнему рынку.

Рисунок 1. Динамика форвардов на USD/RUB



Источники: Bloomberg

Рисунок 2. Ключевые кривые и доходности ОФЗ



Источники: MMB, Bloomberg

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 25 марта 2008 г.

Облигации	Погашение/ оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая дох-ть	Долларовая дох-ть	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Валютная дох-ть*	Премия к евро- облигациям, б. п.	Транзакци- онные издержки, б. п.	Валютная дох-ть на практике**
АК БАРС-2	22.01.09	0.81	99.05	9.40%	5.78%	362	5.71%	-213	11	4.68%
Банк Москвы-2	06.02.09	0.85	100.00	7.99%	4.36%	362	4.31%	н/д	10	3.55%
Банк Москвы 09	25.11.09	1.57	98.90	8.11%	3.96%	416	3.92%	-154	14	2.63%
Банк Союз-4	18.02.09	0.88	100.00	9.92%	6.20%	372	6.10%	н/д	10	5.51%
Банк Союз-2	05.10.09	1.41	100.34	8.29%	4.21%	408	4.17%	-704	16	2.22%
ВБД-2	15.12.10	2.42	98.50	9.86%	5.33%	453	5.27%	н/д	11	4.16%
ВТБ-5	24.04.08	0.08	99.83	8.20%	6.98%	122	6.83%	н/д	108	6.76%
ВТБ-6	16.07.08	0.31	99.25	8.48%	5.70%	277	5.60%	83	32	3.30%
ВТБ-4	19.03.09	0.96	100.00	8.99%	5.23%	376	5.16%	-5	9	5.00%
ВТБ 09	13.04.09	1.00	99.19	7.96%	4.17%	379	4.14%	-110	10	1.89%
Газпром-6	06.08.09	1.32	99.99	7.07%	3.10%	397	3.06%	-342	15	2.43%
Газпром-7	29.10.09	1.36	99.20	7.46%	3.36%	409	3.33%	-308	15	1.77%
Газпром-4	10.02.10	1.77	101.78	7.31%	3.10%	422	3.07%	-263	11	2.46%
Газпром-8	27.10.11	3.15	97.80	7.86%	3.30%	456	3.27%	-232	11	0.64%
Газпром-9	12.02.14	4.86	97.89	7.83%	3.18%	465	3.15%	-356	10	1.23%
Газпромбанк-4	20.11.08	0.64	100.00	7.51%	4.32%	320	4.12%	-78	16	3.41%
Газпромбанк-5	27.11.08	0.66	100.00	7.51%	4.28%	323	4.10%	-82	15	3.53%
Газпромбанк 10	22.02.10	1.81	98.97	7.99%	3.84%	415	3.69%	-235	11	3.21%
Газпромбанк-1	27.01.11	2.59	96.52	8.68%	4.28%	440	4.12%	-267	11	3.40%
Зенит-3	14.05.08	0.14	100.05	9.17%	7.34%	183	7.10%	н/д	45	6.51%
Зенит-4	04.04.08	0.51	99.99	10.06%	6.83%	323	6.75%	н/д	25	4.80%
Зенит-2	16.02.09	0.88	99.20	9.54%	5.83%	370	5.75%	н/д	10	5.14%
ЛУКОЙЛ-2	17.11.09	1.55	99.84	7.48%	3.36%	412	3.33%	н/д	14	1.96%
ЛУКОЙЛ-3	08.12.11	3.25	97.48	8.05%	3.47%	458	3.44%	н/д	11	1.05%
ЛУКОЙЛ-4	05.12.13	4.64	97.85	8.03%	3.38%	465	3.35%	н/д	11	1.14%
НОМОС-Банк-8	18.02.09	0.88	100.00	9.53%	5.82%	371	5.74%	-324	10	5.15%
НОМОС-Банк-7	16.06.09	1.16	100.00	9.44%	5.47%	397	5.40%	-387	13	4.08%
Петрокоммерц-2	31.08.09	1.37	97.20	10.93%	6.79%	414	6.68%	-255	16	6.26%
Промсвязьбанк-5	21.05.09	1.10	96.45	7.40%	3.55%	385	3.51%	н/д	12	1.87%
РСХБ	04.06.08	0.19	99.85	8.21%	5.99%	222	5.96%	н/д	30	4.89%
РСХБ-4	08.10.08	0.52	99.91	8.53%	5.33%	321	5.28%	н/д	24	3.48%
РСХБ-3	18.02.10	1.80	96.46	9.63%	5.31%	432	5.24%	-41	11	4.72%
РСХБ-2	16.02.11	2.60	96.72	9.47%	4.92%	454	4.86%	-110	11	4.15%
Русский Стандарт-5	11.09.08	0.47	98.01	13.45%	10.22%	323	10.06%	156	28	9.76%
Русский Стандарт-8	17.10.08	0.54	97.50	13.38%	9.99%	339	9.80%	116	23	8.22%
Русский Стандарт-6	11.02.09	0.87	96.23	13.18%	9.37%	381	9.19%	1	10	8.49%
Русский Стандарт-7	25.03.08	0.97	99.98	12.60%	8.70%	389	8.52%	-82	9	8.39%
ТМК-2	24.03.09	0.98	98.60	9.31%	5.52%	379	5.45%	н/д	9	5.36%
ТМК-3	16.02.10	1.77	100.26	9.66%	5.35%	431	5.28%	н/д	12	4.66%
УРСА Банк-6	24.04.08	0.08	99.82	10.18%	8.94%	124	8.70%	433	110	8.63%
УРСА Банк-2	12.12.08	0.70	97.53	11.71%	8.15%	356	8.03%	34	14	7.74%
УРСА Банк-3	04.06.09	1.13	97.29	12.44%	8.39%	405	8.23%	-151	13	6.70%
УРСА Банк-7	21.01.10	1.70	92.75	13.38%	8.95%	443	8.78%	-192	13	7.95%
УРСА Банк 10 (9.125%)	26.02.10	1.79	94.25	12.96%	8.51%	445	8.35%	-250	12	7.81%
УРСА Банк-5	18.10.11	2.93	91.51	13.53%	8.75%	478	8.57%	-416	12	5.36%
ХКФ Банк-3	18.09.08	0.48	98.92	12.30%	9.08%	322	8.96%	-108	28	8.77%
ХКФ Банк-4	15.10.08	0.54	98.84	12.68%	9.32%	336	9.12%	-98	23	7.50%
ХКФ Банк-2	12.05.09	1.06	96.69	12.84%	8.82%	402	8.62%	-195	12	6.74%

* Валютная доходность получена на базе долларовой доходности в результате перехода к полугодичному периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Факт/365.

** «Валютная доходность на практике» получена при хеджировании сразу всех рублевых выплат по облигации одним контрактом NDF с датой исполнения сразу после погашения/оферты выпуска, тогда как при расчете просто «валютной доходности» каждый платеж хеджировался отдельным контрактом NDF.

н/д – из-за существенного различия в дюрации между рублевыми облигациями и еврооблигациями премия к рынку внешних долговых обязательств не рассчитывается (см. описание методологии в отчете от 4 августа 2005 г.).

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Изменение доходности рублевых облигаций с 18 февраля по 25 марта 2008 г.

Облигации	Погашение/ оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Изменение рублевой дох-ти, б.п.	Стоимость хеджирования, б. п.	Изменение, б. п.	Валютная дох-ть*	Изменение, б. п.
АК БАРС-2	22.01.09	0.81	99.05	-0.06	19	362	-6	5.71%	23
Банк Москвы-2	06.02.09	0.85	100.00	0.00		362		4.31%	
Банк Москвы 09	25.11.09	1.57	98.90	-0.07	9	416	26	3.92%	-18
Банк Союз-4	18.02.09	0.88	100.00	0.00	97	372	-4	6.10%	96
Банк Союз-2	05.10.09	1.41	100.34	-0.01	0	408	26	4.17%	-26
ВБД-2	15.12.10	2.42	98.50	-3.19	138	453	36	5.27%	99
ВТБ-5	24.04.08	0.08	99.83	-0.03	136	122	-247	6.83%	368
ВТБ-6	16.07.08	0.31	99.25	0.05	50	277	-77	5.60%	122
ВТБ-4	19.03.09	0.96	100.00	0.06		376		5.16%	
ВТБ 09	13.04.09	1.00	99.19	-0.78	83	379	14	4.14%	67
Газпром-6	06.08.09	1.32	99.99	0.17	-14	397	27	3.06%	-41
Газпром-7	29.10.09	1.36	99.20	-0.67	48	409	28	3.33%	19
Газпром-4	10.02.10	1.77	101.78	-0.32	12	422	27	3.07%	-15
Газпром-8	27.10.11	3.15	97.80	-1.23	43	456	33	3.27%	9
Газпром-9	12.02.14	4.86	97.89	-2.07	46	465	49	3.15%	-5
Газпромбанк-4	20.11.08	0.64	100.00	-0.08	11	320	-31	4.12%	36
Газпромбанк-5	27.11.08	0.66	100.00	-0.08	10	323	-28	4.10%	33
Газпромбанк 10	22.02.10	1.81	98.97	-1.46	85	415	29	3.69%	52
Газпромбанк-1	27.01.11	2.59	96.52	-1.68	73	440	33	4.12%	38
Зенит-3	14.05.08	0.14	100.05	-0.29	110	183	-173	7.10%	263
Зенит-4	04.04.08	0.51	99.99	0.00		323		6.75%	
Зенит-2	16.02.09	0.88	99.20	-0.27	38	370	2	5.75%	34
ЛУКОЙЛ-2	17.11.09	1.55	99.84	-0.01	1	412	26	3.33%	-25
ЛУКОЙЛ-3	08.12.11	3.25	97.48	-1.20	41	458	33	3.44%	7
ЛУКОЙЛ-4	05.12.13	4.64	97.85	-1.85	43	465	47	3.35%	-4
НОМОС-Банк-8	18.02.09	0.88	100.00			371		5.74%	
НОМОС-Банк 7	16.06.09	1.16	100.00	-0.15		397		5.40%	
Петрокоммерц-2	31.08.09	1.37	97.20	-2.05	170	414	34	6.68%	130
Промсвязьбанк-5	21.05.09	1.10	96.45	-1.25	7	385	17	3.51%	-12
РСХБ	04.06.08	0.19	99.85	-0.15	82	222	-130	5.96%	208
РСХБ-4	08.10.08	0.52	99.91	-0.10	21	321	-42	5.28%	60
РСХБ-3	18.02.10	1.80	96.46	-1.41	93	432	30	5.24%	59
РСХБ-2	16.02.11	2.60	96.72	-1.41	62	454	33	4.86%	27
Русский Стандарт-5	11.09.08	0.47	98.01	-0.66	218	323	-46	10.06%	258
Русский Стандарт-8	17.10.08	0.54	97.50	0.01	74	339	-39	9.80%	109
Русский Стандарт-6	11.02.09	0.87	96.23	-0.53	109	381	3	9.19%	102
Русский Стандарт-7	25.03.08	0.97	99.98	0.09		389		8.52%	
ТМК-2	24.03.09	0.98	98.60	-0.40	56	379	9	5.45%	46
ТМК-3	16.02.10	1.77	100.26	-0.06	2	431	27	5.28%	-27
УРСА Банк-6	24.04.08	0.08	99.82	0.19	7	124	-256	8.70%	250
УРСА Банк-2	12.12.08	0.70	97.53	0.25	10	356	-21	8.03%	31
УРСА Банк-3	04.06.09	1.13	97.29	-0.47	62	405	22	8.23%	38
УРСА Банк-7	21.01.10	1.70	92.75	-0.69	69	443	30	8.78%	37
УРСА Банк 10 (9.125%)	26.02.10	1.79	94.25	1.13	-56	445	25	8.35%	-81
УРСА Банк-5	18.10.11	2.93	91.51	-3.99	161	478	39	8.57%	117
ХКФ Банк-3	18.09.08	0.48	98.92	-0.56	152	322	-47	8.96%	193
ХКФ Банк-4	15.10.08	0.54	98.84	-0.65	148	336	-37	9.12%	177
ХКФ Банк-2	12.05.09	1.06	96.69	-0.24	50	402	18	8.62%	30

* Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Факт/365.

Источники: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Понижительная тенденция на российском долговом рынке

С 18 февраля 2008 г. котировки как рублевых, так и валютных обязательств снижались. Для большинства эмитентов рост доходности еврооблигаций был сравним с повышением валютной доходности рублевых бумаг, поэтому в относительной стоимости внутреннего и внешнего долговых рынков значительных изменений не произошло.

Исключением стали рублевые бумаги с дюрацией менее одного года. Эти инструменты стали весьма привлекательными для иностранных инвесторов благодаря уменьшению стоимости хеджирования. Большинство краткосрочных рублевых облигаций в настоящее время справедливо оценены относительно внешнего рынка или даже предлагают небольшую премию к доходности соответствующих еврооблигаций.

Таблица 3. Изменение доходности еврооблигаций с 18 февраля по 25 марта 2008 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Дох-ть к погашению	Изменение, б. п.
АК Барс Банк 08	27.10.08	0.57	100.16	-0.58	7.69%	84
АК Барс Банк 10	28.06.10	2.07	99.32	-0.48	8.58%	24
Банк Москвы 09	28.09.09	1.40	103.79	0.28	5.34%	-33
Банк Москвы 10	26.11.10	2.42	103.10	0.44	6.09%	-22
Банк Союз 10	16.02.10	1.76	96.94	0.57	11.21%	-26
ВБД 08 (8.500%)	21.05.08	0.16	100.25	-0.31	6.59%	49
ВТБ 08	11.12.08	0.69	101.25	-0.29	5.03%	14
ВТБ 11	12.10.11	3.08	102.61	-0.30	6.66%	8
Газпром 13-3	25.04.07	1.84	100.09	0.14	5.57%	-8
Газпром 13-2	22.07.13	2.29	99.37	-0.28	4.78%	13
Газпром 13-1	01.03.13	4.07	113.17	-1.82	6.46%	34
Газпром 16	22.11.16	6.60	93.30	-2.31	7.27%	38
Газпромбанк 08	30.10.08	0.58	101.37	-0.26	4.85%	4
Газпромбанк 11	15.06.11	2.85	102.61	0.28	7.04%	-12
Газпромбанк 15	23.09.15	6.00	94.57	-1.08	7.46%	21
Банк Зенит 09	27.10.09	1.47	99.37	-0.41	9.18%	30
Лукойл 17	07.06.17	6.88	93.05	-1.70	7.41%	27
Лукойл 22	07.06.22	8.87	88.38	-2.35	8.04%	30
Номос Банк 09	12.05.09	1.07	99.02	0.19	9.18%	-9
Номос Банк 10	02.02.10	1.74	97.21	-0.08	9.87%	12
Петрокоммерц 09	27.03.09	0.95	99.05	-1.18	9.01%	125
Петрокоммерц 09-2	17.12.09	1.60	99.03	-1.67	9.36%	104
Промсвязьбанк 10	04.10.10	2.23	95.71	-1.60	10.48%	80
Промсвязьбанк 11	20.10.11	3.00	92.82	-1.96	11.25%	75
РСХБ 10	29.11.10	2.44	102.36	-0.06	5.90%	-1
РСХБ 13	16.05.13	4.29	102.35	-0.09	6.62%	1
Рус.Стандарт 08	21.04.08	0.07	100.00	-0.32	7.85%	180
Рус.Стандарт 10	07.10.10	2.26	91.42	-2.28	11.51%	122
ТМК 09	29.09.09	1.39	102.14	-0.34	6.98%	14
УРСА Банк 08	19.05.08	0.15	100.68	0.44	4.73%	-380
УРСА Банк 09	12.05.09	1.07	99.32	-1.36	9.64%	125
УРСА Банк 11 (12%)	30.12.11	3.04	97.25	-1.25	12.93%	44
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	0.26	99.64	-1.11	9.85%	345
ХКФ Банк 10	11.04.10	1.82	96.87	-2.48	11.26%	142

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость хеджирования длинных бумаг продолжает расти

В стоимости хеджирования изменения были неоднородными: для рублевых облигаций с дюрацией свыше одного года оно подорожало на 20-50 б. п. (до 375-475 б. п.). Хеджирование коротких рублевых инструментов, напротив, стало дешевле в среднем на 20-47 б. п.

Изменение ставок NDF оказало влияние на привлекательность ОФЗ (рис. 2): краткосрочные ОФЗ в настоящее время имеют достаточно интересную доходность для иностранных инвесторов, тогда как государственные облигации с более длинной дюрацией остаются переоцененными.

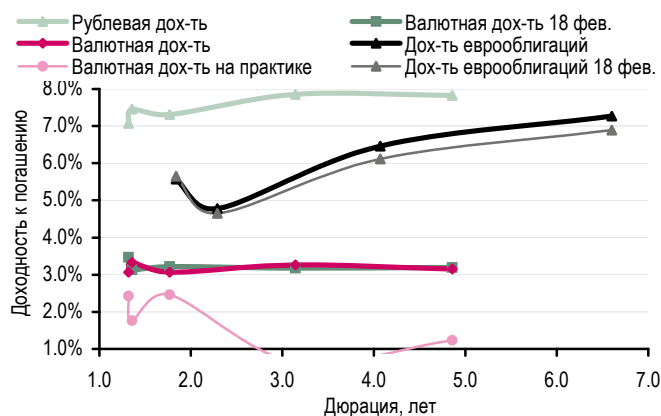
С 18 февраля 2008 г. ставки NDF для контрактов сроком до одного года упали на 20-80 б. п., тогда как доходность коротких ОФЗ снизилась на 26-39 б. п. Для более длинных NDF ставки увеличились на 7-42 б. п., а доходность ОФЗ выросла на 5-33 б. п.

Валютная доходность коротких рублевых облигаций увеличилась

Рублевые обязательства с дюрацией более одного года по-прежнему переоценены относительно еврооблигаций, и относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков в этом сегменте изменилась незначительно.

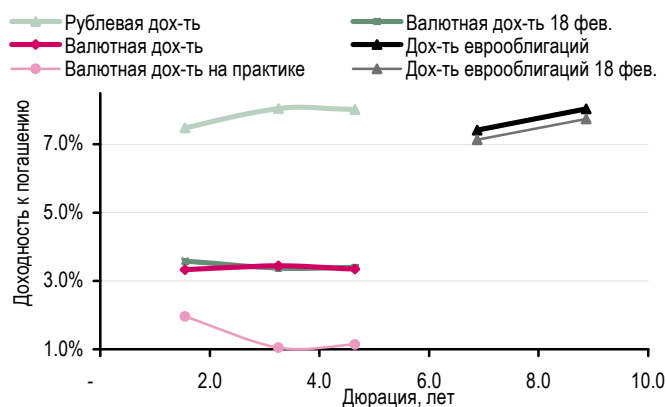
Например, премия доходности еврооблигаций Газпрома к валютной доходности рублевого долга компании в настоящее время составляет 232-356 б. п. (против 224-353 б. п. месяц назад).

Рисунок 3. Доходность облигаций Газпрома



Источники: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Доходность облигаций ЛУКОЙЛа

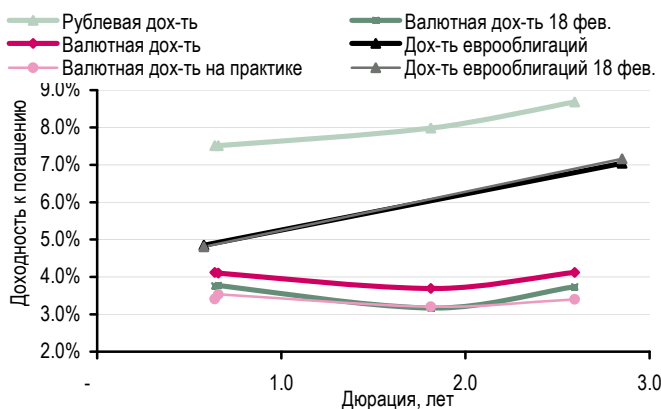


Источники: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Валютная доходность краткосрочных рублевых облигаций, наоборот, стала более привлекательной благодаря снижению стоимости хеджирования. В настоящее время большинство внутренних обязательств с дюрацией до одного года предлагают небольшую премию к доходности соответствующих еврооблигаций либо справедливо оценены относительно внешнего рынка.

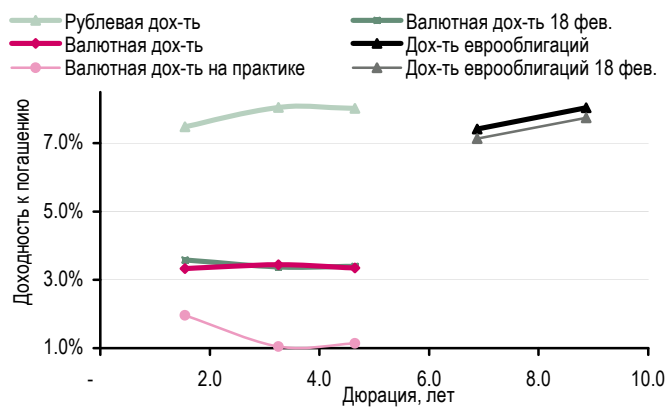
В частности, рублевые обязательства ВТБ, Банка Русский Стандарт и УРСА Банка в настоящее время имеют вполне привлекательную валютную доходность. Краткосрочные внутренние облигации Газпромбанка и Банка Москвы торгуются с совсем небольшим дисконтом к доходности соответствующих валютных инструментов, и мы считаем их справедливо оцененными относительно внешнего рынка.

Рисунок 5. Доходность облигаций Газпромбанка



Источники: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 6. Доходность облигаций ВТБ



Источники: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 7. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт

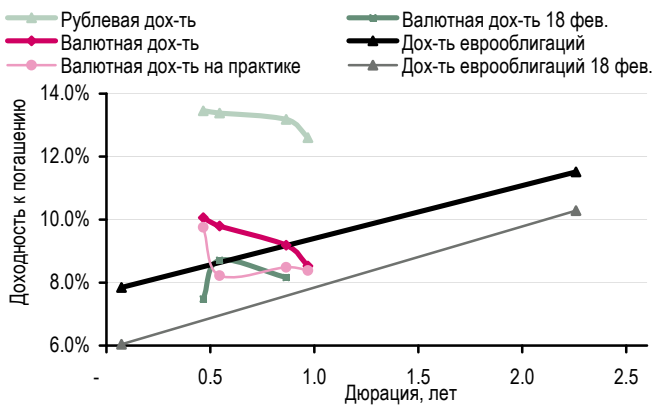
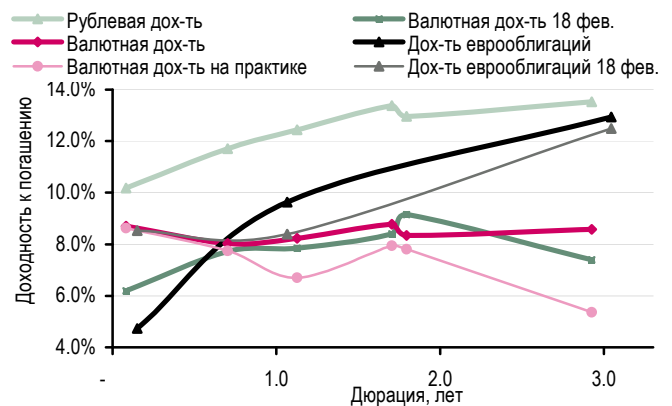


Рисунок 8. Доходность облигаций УРСА Банка



В нашу модель относительной стоимости мы добавили трех новых эмитентов: НОМОС-Банк, АК БАРС и Банк Москвы.

Рублевые бумаги НОМОС-Банка представляются наиболее переоцененными относительно соответствующих внешних обязательств эмитента, их валютная доходность на 324-387 б. п. ниже доходности соответствующих еврооблигаций. Далее следуют облигации АК БАРС: выпуск АК БАРС-2 торгуется с валютной доходностью 5.71%, что на 213 б. п. меньше доходности еврооблигаций).

Рисунок 9. Доходность облигаций НОМОС-Банка

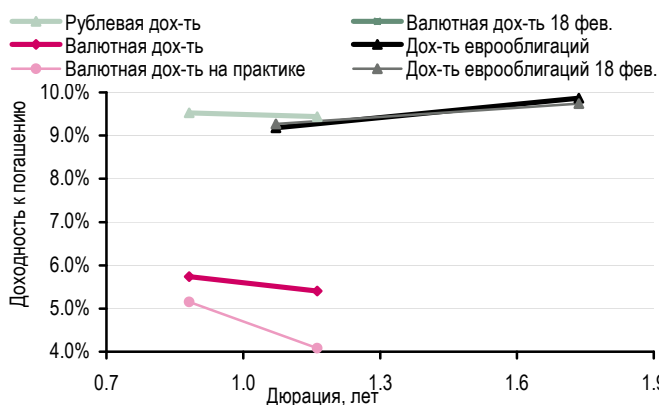
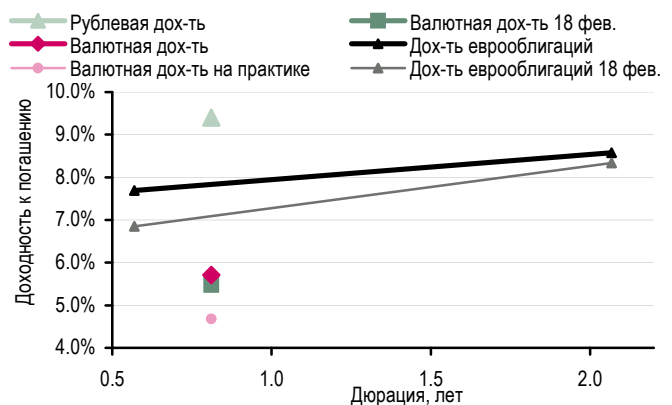


Рисунок 10. Доходность облигаций АК БАРС



Рублевые и валютные инструменты Банка Москвы, на наш взгляд, оценены справедливо относительно друг друга.

Рисунок 11. Доходность облигаций Банка Москвы

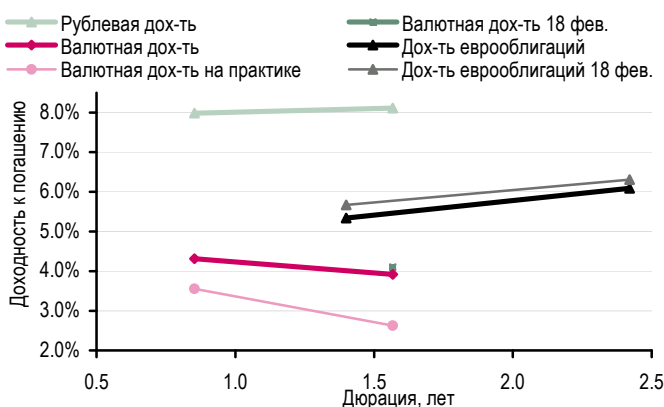


Рисунок 12. Доходность облигаций Банка Петрокоммерц

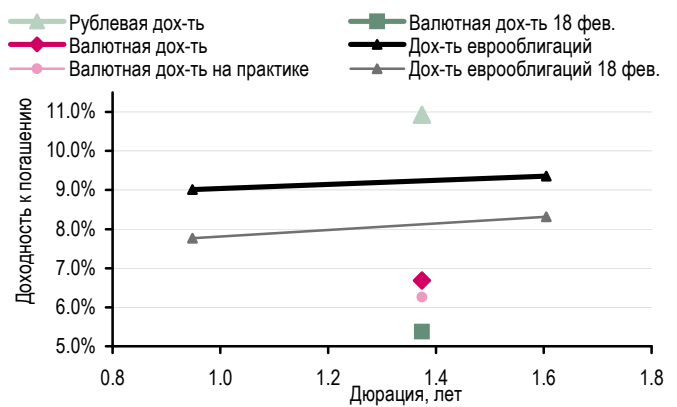
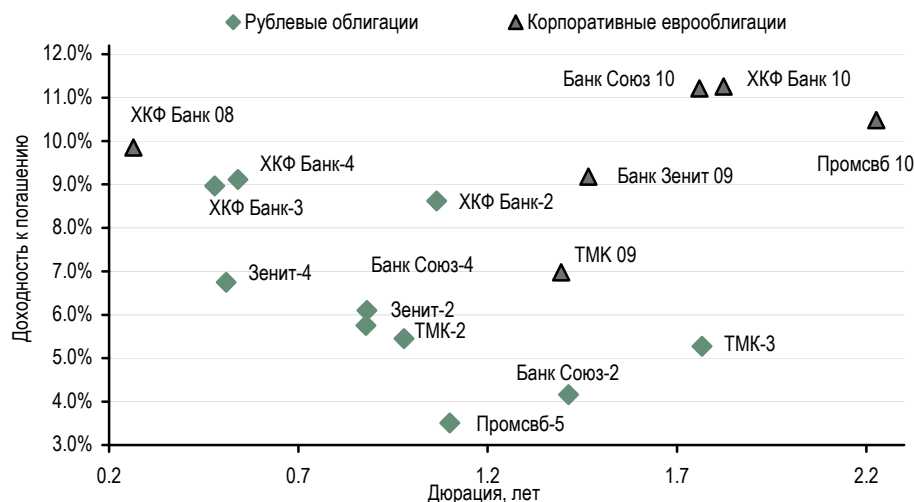


Рисунок 13. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: MMB5, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Наши рекомендации

Наши рекомендации, данные в предыдущем отчете, принесли неплохие результаты (мы советовали открыть длинные позиции в рублевых облигациях Банка Русский Стандарт, ХКБ Банка и УРСА Банка, исключая выпуск УРСА Банк-5). Котировки большинства внутренних облигаций УРСА Банка увеличились вопреки общей понижающей тенденции, а котировки еврооблигаций УРСА Банк 09 и УРСА Банк 11, напротив, снизились на 1.25-1.36 п. п.

Премия рублевых инструментов Банка Русский Стандарт (кроме пятого выпуска) к доходности еврооблигаций уменьшилась на 58-59 б. п.; тем не менее, эти обязательства остаются привлекательными для иностранных инвесторов.

Рублевые бумаги ХКФ Банка показали довольно слабую динамику (их котировки потеряли 0.24-0.65 п. п. с 18 февраля 2008 г.). Однако по сравнению с еврооблигациями банка они оказались более надежным вложением – его валютные инструменты подешевели на 1.11-2.48 п. п. Вследствие такой динамики рублевые облигации ХКФ Банка перестали быть недооцененными относительно внешнего рынка и, и мы рекомендуем закрыть длинные позиции в этих бумагах.

Мы по-прежнему отдаем предпочтение краткосрочным долговым обязательствам: это позволяет минимизировать ценовые риски в условиях высокой волатильности на рынке. Согласно нашей модели оценки относительной стоимости, пятый и восьмой выпуски рублевых облигаций Банка Русский Стандарт, а также выпуск УРСА Банк-2 являются наиболее привлекательными относительно внешнего рынка, и мы рекомендуем инвесторам сохранить длинные позиции в этих инструментах.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи 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

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

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

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электрознергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Склад

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 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