

Рынок облигаций Покупай или проиграешь!

- **Прогноз ставки Банка России.** Регулятор продолжает агрессивно снижать ключевые процентные ставки. Мы ожидаем, что до конца 2009 г. минимальная ставка однодневного прямого РЕПО будет понижена еще на 75-100 б. п. до уровня 6.25-6.50%.
- **Ставки NDF завышены.** В условиях ослабления девальвационных ожиданий мы считаем текущие ставки NDF завышенными и прогнозируем их снижение в среднем на 200 б. п. в ближайшие недели. Годовая ставка NDF, по нашим оценкам, достигнет 7.5-8.0%.
- **В фокусе ОФЗ и облигации Москвы.** Принимая во внимание потенциал снижения ставок РЕПО Банка России, мы ожидаем падения доходностей ОФЗ до 8.5-9.5% к началу 2010 г., а доходностей рублевых инструментов первоклассных заемщиков – до 9-11%. В сегменте негосударственных долговых обязательств мы рекомендуем облигации Москвы в качестве основы инвестиционного портфеля.
- **Интересны облигации Московской области.** Покупка долговых инструментов Московской области представляется нам оправданной, учитывая высокую степень поддержки региона со стороны правительства.
- **Основные покупатели – банки.** Мы считаем, что спрос на долговые обязательства со стороны банков является устойчивым по своей природе. Готовность российских банковских организаций абсорбировать первичное предложение рублевых облигаций будет оставаться высокой.
- **Роль ГУК возрастет.** Государственная управляющая компания начинает вложение средств расширенного инвестиционного портфеля первого ноября. Соответствующий объем дополнительного спроса на негосударственные рублевые инструменты в 2009-2010 гг. может быть оценен на уровне 220 млрд руб.
- **Глобального роста ставок не ожидается.** В настоящее время крупнейшие государства мира не видят достаточных оснований для прекращения экономических стимулов. Крупнейшие центральные банки продолжат проводить мягкую денежно-кредитную политику. Базовые ставки и ставки LIBOR будут оставаться на низком уровне в условиях по-прежнему невысоких инфляционных рисков.
- **Российские еврооблигации: игра продолжается.** При продолжении глобального ралли российские суверенные и корпоративные еврооблигации обладают большим потенциалом сокращения кредитных спредов на фоне ожидаемого более быстрого восстановления российской экономики.
- **Мы рекомендуем к покупке** выпуски Россия 30, Россия 28, долгосрочные еврооблигации Газпрома и ТНК-ВР, а также обязательства Evraz Group. В сегменте банковских еврооблигаций наш выбор – Промсвязьбанк 12 и Промсвязьбанк 13.

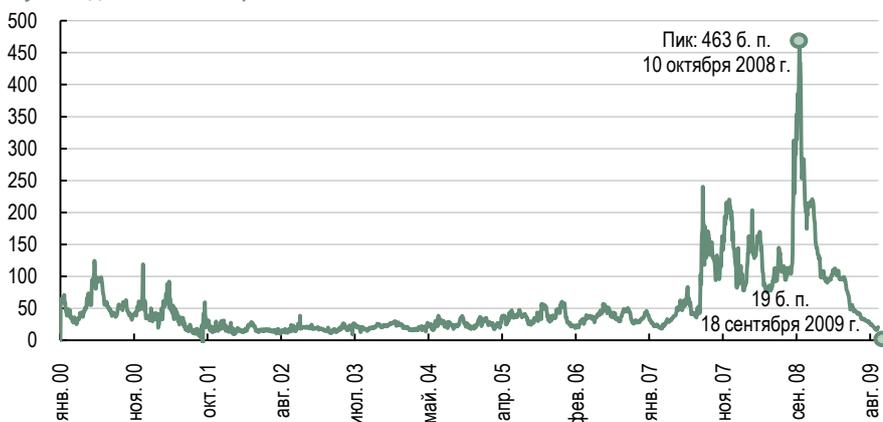
Содержание

Сворачивание стимулирующих программ ожидается не раньше второго квартала	3
Российские еврооблигации: игра продолжается	5
Спрэды корпоративных еврооблигаций должны последовать примеру суверенных	6
Ключевые стратегии на рынке еврооблигаций	7
По кредитному качеству Газпром не хуже PEMEX, а его еврооблигации заметно дешевле	7
Еврооблигации Evraz Group: последняя возможность купить инструмент с двузначной доходностью	8
ТНК-ВР против ВымпелКома	8
Несоответствие между доходностями рублевых и валютных облигаций очевидно. Ставки NDF завышены и должны снизиться	9
Перспективы рынка рублевых облигаций	11
Факторы спроса на рублевые облигации не изменились	11
Политика Банка России имеет определяющее значение	12
Ралли рублевых облигаций продолжится.	
В фокусе по-прежнему ОФЗ и инструменты первого эшелона	13
Время третьего эшелона еще не пришло	14
Облигации Московской области вновь интересны	15
Природа банковского спроса на облигации устойчива	15
Первичный рынок корпоративных рублевых облигаций работает в нормальном режиме	17
ГУК выйдет на рынок негосударственных рублевых обязательств	18
Раскрытие информации	22

Сворачивание стимулирующих программ ожидается не раньше второго квартала

Спустя год после крушения Lehman Brothers, которое почти парализовало мировую финансовую систему и спровоцировало рецессию глобального масштаба, финансовые рынки возвращаются к нормальному состоянию. Колоссальное вливание ликвидности монетарными властями по всему миру если не вылечило финансовую систему, то способствовало заметному улучшению рыночных настроений и мощному восстановительному ралли. О нынешней благоприятной ситуации с ликвидностью в мировом масштабе можно судить по динамике TED-спрэда. Разница между ставкой LIBOR сроком на три месяца и доходностью сопоставимых по дюрации обязательств американского Министерства финансов достигла 10 октября прошлого года рекордных значений, но с тех пор уменьшилась до 20 б. п., то есть до уровней, характерных для международного рынка межбанковского кредитования в изобиловавшие ликвидностью докризисные времена (2001-2006 гг.).

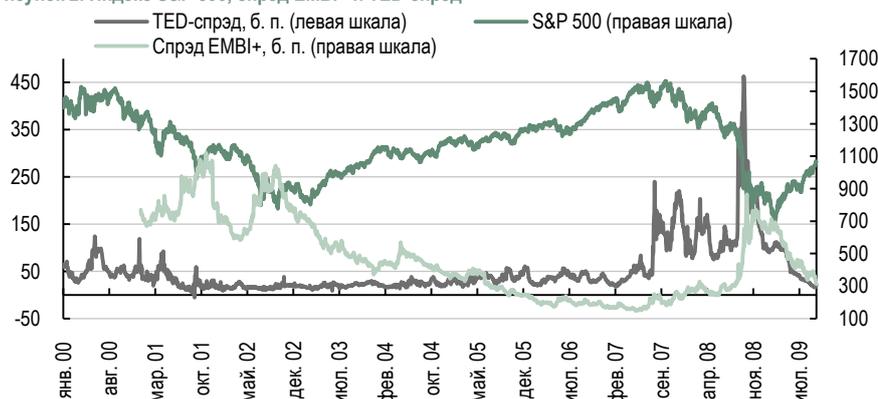
Рисунок 1. Динамика TED-спрэда



Источник: Bloomberg

Улучшение ситуации с ликвидностью стало благоприятным фактором для финансовых рынков: на фоне возросшей склонности к риску инвесторы поспешили на рынки акций и облигаций, разогнав мощное ралли на фондовых биржах и обеспечив существенное сужение кредитных спрэдов. Возможность реализации различных стратегий *carry trade*, когда инвесторы занимают валюту стран с низкими процентными ставками (доллары США, евро или швейцарские франки) с последующей покупкой активов, номинированных в валютах государств с более высокими процентными ставками (например, бразильский реал, южноафриканский ранд или российский рубль), повысила привлекательность местных рынков, оказывая повышательное давление на курсы соответствующих валют. За последние 11 месяцев спред EMBI+ сократился почти в три раза – с 857 б. п. на 24 октября 2008 г. до 317 б. п. на 18 сентября 2009 г. Впрочем, потенциал сужения спреда, с нашей точки зрения, еще не исчерпан.

Рисунок 2. Индекс S&P 500, спред EMBI+ и TED-спред



Источник: Bloomberg

Избыточная ликвидность стала основной предпосылкой для продолжения ралли на финансовых рынках. Мы полагаем, что монетарные власти по всему миру проявят достаточную осторожность при принятии решений о сроках сворачивания различных программ стимулирования. На наш взгляд, сейчас было бы преждевременно делать вывод, что американская экономика – крупнейшая в мире – твердо встала на путь восстановления. Хотя представленные за последнее время индикаторы деловой активности, данные по рынку недвижимости, розничной торговле и промышленному производству отражают определенные признаки восстановления, ситуация на рынке труда по-прежнему не изменилась к лучшему. Вряд ли повышение уровня безработицы стимулирует рост потребления. Можно было бы предположить, что активные операции ФРС США на открытом рынке при продолжающейся реализации программ выкупа казначейских обязательств, акций финансируемых правительством организаций и ипотечных ценных бумаг в конечном итоге приведут к всплеску инфляции. В самом деле, усилия ФРС по наполнению финансовой системы ликвидностью увенчались успехом, однако их оказалось недостаточно для оживления реального сектора экономики. Стоит отметить, что в период с 11 марта по 18 сентября ФРС предоставила ликвидность почти на USD1 трлн. через выкуп ценных бумаг на открытом рынке. Однако за тот же период денежная масса (агрегат M2) увеличилась лишь с USD8 267 трлн. до USD8 306 трлн. Следовательно, до сих пор действия ФРС на открытом рынке вряд ли можно было охарактеризовать как инфляционные.

Рисунок 3. Объем системных счетов открытого рынка ФРС США (SOMA) и денежная масса



Источник: Bloomberg

Сомнительно, что центральные банки крупнейших стран до конца текущего года предпримут решительные шаги по ужесточению денежно-кредитной политики. Мы полагаем, что ФРС в следующем году продолжит выкупать ценные бумаги на открытом рынке (пусть и не в столь значительных объемах) в целях поддержания низких ставок по ипотечным кредитам, пока восстановление рынка жилья не приобретет более устойчивый характер. Наша точка зрения полностью подтвердилась 23 сентября, когда ФРС объявила о продлении до марта следующего года сроков выкупа ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами. Кроме того, можно предположить, что риски повышения процентных ставок останутся приемлемо низкими в ближайшие три-шесть месяцев, в связи с чем мы не ожидаем резкого скачка доходностей КО США. Таким образом, мы полагаем, что в ближайшие три-шесть месяцев все предпосылки для позитивных настроений на мировых финансовых рынках сохранятся.

Российские еврооблигации: игра продолжается

Уже несколько месяцев в сегменте еврооблигаций российских эмитентов наблюдалось мощное ралли. В этот период мы обращали внимание на различные инвестиционные возможности (см. отчеты «Корпоративные еврооблигации: на горизонте ралли» от 18 марта и «Рынок облигаций: жизнь после ралли» от 2 июля). Однако даже после масштабного сужения спрэдов за последнее время игра, на наш взгляд, не закончена, и в ближайшие несколько месяцев премии за риск могут продолжить снижение на фоне избытка ликвидности в мировой финансовой системе.

Таблица 1. Динамика пятилетних CDS на суверенный риск развивающихся стран

	1 янв. 2008	15 июл. 2008	27 окт. 2008	15 янв. 2009	2 мар. 2009	16 мар. 2009	6 апр. 2009	29 апр. 2009	24 сен. 2009	Кредитный рейтинг
Россия	89	111	1110	755	775	650	410	390	216	BBB/Baa1/BBB
Мексика	70	118	515	337	458	407	295	325	151	BBB+/Baa1/BBB+
Бразилия	103	129	537	299	399	367	284	290	122	BBB-/Ba1/BBB-
ЮАР	78	194	588	398	465	436	307	285	125	BBB+/Baa1/BBB+
Турция	172	320	800	435	520	426	350	320	194	BB-/Baa3/BB-
Венгрия	55	122	535	380	595	537	435	445	215	BBB/A3/BBB
Польша	26	51	281	249	385	320	210	232	120	A-/A2/A-
Румыния	87	195	615	620	755	755	385	431	210	BB+/Baa3/BB+
Хорватия	69	87	440	410	540	510	300	330	215	BBB/Baa3/BBB-
Болгария	75	160	565	460	640	618	380	430	185	BBB/Baa3/BBB-

Источник: Bloomberg

При изучении рынка CDS можно заметить, что премии за риски России на пятилетнем горизонте по-прежнему почти в 2.5 раза выше, чем до кризиса. В то же время соответствующий индикатор Мексики превышает докризисный уровень только вдвое, а в случае Бразилии и Турции почти вернулись к нему (табл. 1). В отчете «4Q Outlook – Russian equity: still on target?» мы подробно обосновываем, почему российская экономика имеет высокие шансы на скорейшее восстановление, несмотря на одни из худших показателей в острой фазе кризиса. В связи с этим мы ожидаем, что до конца текущего года суверенные бумаги России и еврооблигации квазисуверенных заемщиков покажут динамику лучше сопоставимых инструментов эмитентов других развивающихся рынков. Здесь уместен следующий пример: правительство Мексики 18 сентября заняло на международных рынках USD1.75 млрд, разместив еврооблигации со сроками обращения 10 и 30 лет. Инструменты были размещены с доходностью на уровне 5.126% и 6.042%, соответственно, что предполагает премии в 170-180 б. п. к КО США. Доходность индикативного выпуска Россия 30 в настоящий момент достигает 6.29% при премии в 310 б. п. Из-за сравнительно широкого спреда в сегменте суверенных обязательств кредитные спрэды в корпоративном сегменте еврооблигаций достигают еще больших значений относительно сопоставимых представителей других развивающихся рынков.

Основываясь на наших оптимистичных прогнозах в отношении российской экономики, мы высоко оцениваем перспективы суверенных еврооблигаций и рассчитываем, что в ближайшие три-шесть месяцев бумаги России покажут динамику лучше инструментов сопоставимых стран с переходной экономикой. Мы прогнозируем дальнейшее сужение спрэдов CDS на риск России, и до конца года пятилетний ориентир, по нашей оценке, может уменьшиться до 150 б. п. Кроме того, мы ожидаем дальнейшего уменьшения премии по доходности эталонного выпуска Россия 30 к КО США ближе к 200 б. п. против 300-330 б. п. на данный момент. С точки зрения перспектив динамики котировок наиболее привлекательным мы считаем самый долгосрочный суверенный выпуск Россия 28.

С нашей точки зрения, маловероятно, что планы правительства России по возвращению в 2010 г. на международные рынки капитала могут негативно отразиться на оценках вторичного рынка. Во-первых, в этом году предложение новых долгов в иностранной валюте со стороны российских квазисуверенных заемщиков неожиданно для многих оказалось ограниченным, а каждое новое размещение на рынке сопровождалось значительным превышением спроса над предложением. Во-вторых, при нынешних темпах восстановления цен на товарно-сырьевых рынках окончательный объем государственных заимствований может быть существенно урезан по сравнению с заложенными в проекте бюджета параметрами.

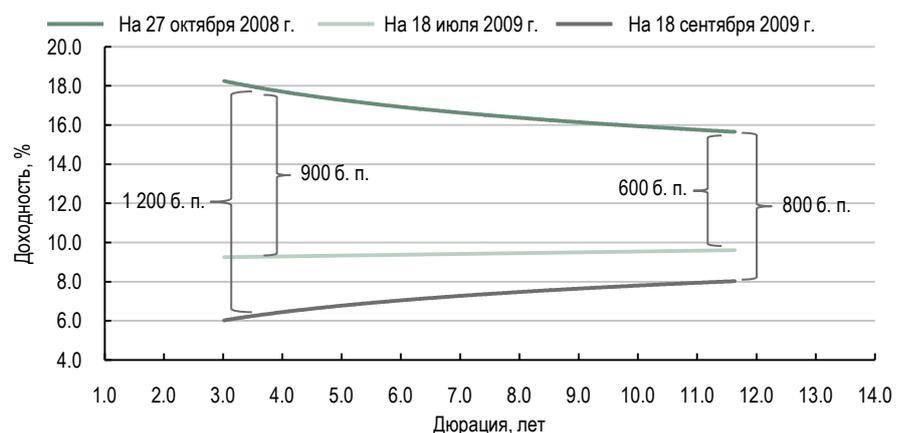
Заместитель министра финансов Д. Панкин прокомментировал 14 сентября планы своего ведомства по заимствованиям на внешних рынках. До конца текущего года Министерство финансов воздержится от выхода на международные рынки, однако представитель министерства может провести в Лондоне встречу с инвесторами уже в начале ноября, когда состоится заседание Российско-британского межправительственного комитета по торговле и инвестициям. По словам г-на Панкина, Министерство финансов будет готово к заимствованиям на внешних рынках в феврале-марте следующего года. Однако сумма внешних займов на 2010 г. может быть уменьшена по сравнению с изначально запланированной (USD17.8 млрд) ввиду снижения оценок бюджетного дефицита. По заявлению Минфина, решение о размещении облигаций на внешних рынках отчасти продиктовано необходимостью задать ориентир для выпусков корпоративных эмитентов. Мы считаем, что на фоне стремительного восстановления товарно-сырьевых рынков объем внешних государственных заимствований в следующем году может оказаться значительно меньшим.

С одной стороны, мы не видим большой необходимости в ориентире по внешним долгам корпоративных эмитентов, поскольку этой цели служит кривая доходности инструментов Газпрома, номинированных как в долларах, так и в евро. С другой стороны, размещение эталонного суверенного выпуска может позитивно сказаться на ценообразовании в сегменте корпоративных инструментов. На данный момент еврооблигации ведущих российских корпоративных эмитентов торгуются с доходностью на 200-250 б. п. выше относительно бумаг мексиканских и бразильских заемщиков. Столь значительные премии, как мы отмечали, в основном связаны с оценками суверенного риска. Полномасштабный маркетинг при размещении суверенных еврооблигаций может способствовать изменению отношения инвесторов к российскому риску. Суверенные еврооблигации России, которые должны появиться на рынке впервые с 2000 г., будут пользоваться большим спросом, и размещение может состояться с доходностью ниже текущих уровней. После этого могут существенно снизиться доходности обязательств наиболее надежных корпоративных эмитентов.

Спрэды корпоративных еврооблигаций должны последовать примеру суверенных

С октября прошлого года произошло масштабное сужение кредитных спрэдов в сегменте еврооблигаций российских корпоративных заемщиков. Так, доходность инструментов Газпрома к 27 октября достигла 16-18%, но к середине нынешнего года опустилась ниже 10%, а сейчас колеблется в диапазоне 6-8%. Тем не менее, доходность корпоративных еврооблигаций российских эмитентов по-прежнему на 200-250 б. п. выше доходности сопоставимых инструментов представителей других развивающихся рынков. Мы ожидаем дальнейшего сужения спрэдов до конца года, в основном по тем же причинам, что и в суверенном сегменте.

Рисунок 4. Кривая доходности еврооблигаций Газпрома



Источник: Bloomberg

Ключевые стратегии на рынке еврооблигаций

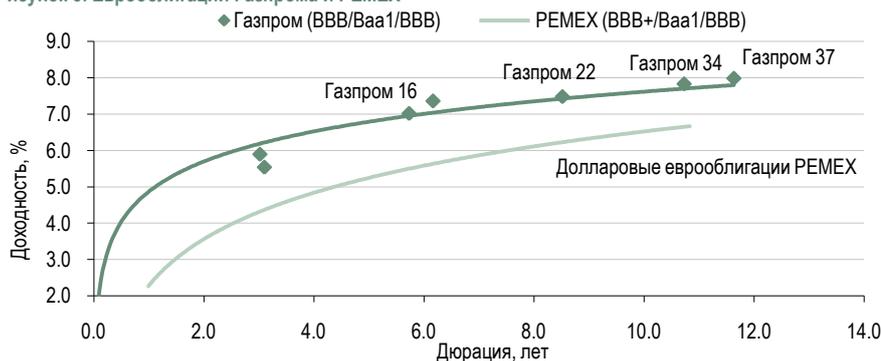
В настоящее время можно рассмотреть несколько стратегий инвестиций в сегменте российских корпоративных еврооблигаций, которые могут принести максимальную прибыль.

- Покупка наиболее ликвидных долгосрочных выпусков квазисуверенных заемщиков в расчете на продолжение ралли на фоне избыточной глобальной ликвидности. Следует подчеркнуть, что риск роста процентных ставок в ближайшие месяцы мы оцениваем как минимальный. В рамках этой стратегии мы рекомендуем инструменты Газпрома.
- Вложения в обязательства второго эшелона, показавшие динамику котировок хуже сопоставимых инструментов в силу ряда причин объективного и субъективного характера. Наиболее значительный потенциал роста до конца года во втором эшелоне мы видим в еврооблигациях Evraz Group.
- Реализация стратегий, основанных на относительной стоимости. В условиях ралли такие инвестиционные возможности появляются в связи с неравномерным распределением ликвидности на рынке. В настоящий момент наиболее интересными с этой точки зрения представляются долгосрочные выпуски ТНК-ВР.
- Участие в размещениях на первичном рынке еврооблигаций российских банков и нефинансовых организаций. Как мы уже упоминали, с начала года предложение бумаг российских эмитентов носило ограниченный характер. На рынок публичных внешних заимствований вернулось лишь несколько заемщиков, включая Газпром, ВТБ и Россельхозбанк. Дефицит размещений новых выпусков в настоящее время является одним из главных факторов поддержки котировок на вторичном рынке. В нынешних условиях рынок, по нашему мнению, будет приветствовать появление любого российского представителя первого и второго эшелона, и в этом случае вскоре после размещения можно с большой вероятностью ожидать опережающей динамики котировок.

По кредитному качеству Газпром не хуже PEMEX, а его еврооблигации заметно дешевле

Десятого сентября мексиканская компания PEMEX разместила еврооблигации сроком обращения пять с половиной лет на сумму USD1.5 млрд с премией в 275 б. п. относительно КО США, что предполагает доходность примерно в 5.05%. Успех размещения не вызывает у нас удивления, если учесть исключительно благоприятные рыночные условия. Следует подчеркнуть, что инструменты Газпрома по-прежнему торгуются с премией по доходности в 150-200 б. п. к долгам PEMEX. В частности, по состоянию на 22 сентября доходность выпуска Газпром 16 достигала 7.05%. В дополнение к этому выпуску среди номинированных в долларах бумаг мы считаем привлекательными еврооблигации Газпром 22, Газпром 34 и Газпром 37.

Рисунок 5. Еврооблигации Газпрома и PEMEX



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, Газпром вряд ли уступает PEMEX по основным кредитным характеристикам. Из преимуществ PEMEX можно отметить сравнительно большую диверсификацию бизнеса (компания включает как нефтяной, так и газовый сегмент в добыче, а также переработку) и конституционно закрепленное монопольное положение на ключевых сегментах рынка. У PEMEX также меньше доля краткосрочного долга. Однако в остальных аспектах положение Газпрома представляется нам более устойчивым. В отношении нефти – основного генератора экспортной выручки PEMEX – последние пять лет компания находится в фазе падающей добычи, в то время как Газпрому пока удавалось удерживать добычу газа от заметного падения.

Газпром смог остаться прибыльным даже в первом квартале этого года, тогда как PEMEX была убыточной (мы проводим сравнение только по показателю чистой прибыли, поскольку показатель EBITDA у PEMEX рассчитывается до вычета налогов, связанных с добычей углеводородов, и поэтому является завышенным). Финансовый долг обеих компаний сопоставим, однако у PEMEX есть еще USD36 млрд пенсионных обязательств, не учитываемых в долге. Что наиболее важно, Газпром исторически финансировал органические капиталовложения из собственного денежного потока, в то время как у PEMEX свободный денежный поток в последние годы был недостаточным для инвестиций, что приводило к росту долга.

Таблица 2. Финансовые показатели Газпрома и PEMEX за первый квартал

USD млрд, если не указано иное	PEMEX	Газпром
Выручка	16	27
Чистая прибыль	-2	4
Чистая рентабельность	-12%	13%
Свободный органический денежный поток	-2.1	0.8
Совокупный долг	45	45.14
Чистый долг	34.5	35.2
Доля краткосрочного долга в совокупном	0.1	0.3

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

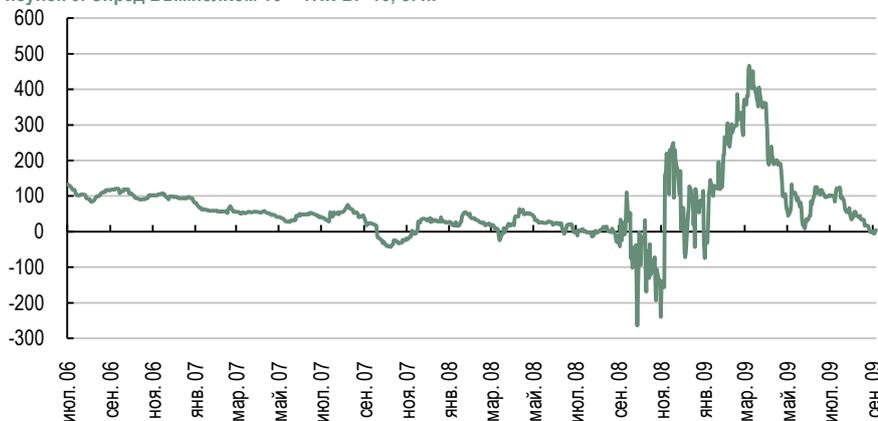
Еврооблигации Evraz Group: последняя возможность купить инструмент с двузначной доходностью

Во втором эшелоне мы отдаем предпочтение инструментам Evraz Group (B+/B1/BB-) с максимальным для корпоративного сегмента уровнем доходности – свыше 10%. Премии к аналогичным бумагам Северстали (BB-/Ba3/B+) достигают почти 100 б. п., что значительно выше докризисных значений. Отставание динамики котировок еврооблигаций Evraz Group в последнее время может быть связано с ожидавшимся нарушением ковенантов в отчетности за 2009 г. Холдинг уже заявил о намерении урегулировать этот вопрос (в частности, рассматриваются варианты обращения за согласием кредиторов на отказ от прав требования досрочного погашения либо на пересмотр ковенантов). Тем не менее, мы не видим значительной разницы в фундаментальных кредитных характеристиках Северстали и Evraz Group и ввиду более высоких уровней доходности отдаем предпочтение еврооблигациям последнего. Наиболее привлекательным нам представляется выпуск Evraz 18, доходность которого на уровне 10.2% превышает доходность выпуска Северсталь 14 (9.25%). Мы ожидаем снижения доходности инструментов Evraz Group ближе к отметке 9.0% уже в ближайшие недели.

ТНК-BP против ВымпелКома

Мы также рекомендуем обратить внимание на разницу в ценообразовании по бумагам ВымпелКома (BB+/Ba2/-) и ТНК-BP (BB/Baa2/BBB-). Поскольку котировки внешних обязательств ВымпелКома в последнее время росли опережающими темпами, спред между долгосрочными инструментами оператора связи и еврооблигациями нефтяной компании сузился практически до нуля, тогда как до кризиса еврооблигации ВымпелКома торговались с премией около 100 б. п. Следовательно, имеет смысл зафиксировать прибыль по бумагам ВымпелКома и вложить средства в покупку инструментов ТНК-BP, из которых наиболее привлекательными мы считаем выпуски ТНК-BP 16 (доходность к погашению 8.05%) и ТНК-BP 18 (8.30%).

Рисунок 6. Спрэд ВымпелКом 16 – ТНК-ВР 16, б. п.



Источник: Bloomberg

Несоответствие между доходностями рублевых и валютных облигаций очевидно. Ставки NDF завышены и должны снизиться

ВымпелКом 21 сентября сделал предложение о выкупе еврооблигаций с погашением в 2011 и 2013 г. на сумму до USD320 млн. Обязательства будут выкупаться по цене 106.625% и 104.75% от номинала соответственно, что предполагает доходность в 4.98% и 6.86%. Предложение действует до девятого октября. Напомним, что совсем недавно (четвертого сентября) компания открыла кредитную линию на 10 млрд руб. (порядка USD320 млн) в Сбербанке по ставке 15%, выплаты по которой предусмотрены двумя траншами в августе 2012 г. и апреле 2013 г. Ранее оператор заявлял о намерении увеличить долю заимствований в рублях и сократить долю обязательств в иностранной валюте.

По нашему мнению, ВымпелКом в действительности намеревается лишь погасить облигации, номинированные в долларах США, но следует отметить, что нынешняя структура процентных ставок создает возможность для выгодного привлечения долларовых ресурсов. В частности, ставки NDF сроком на три года в настоящее время составляют 11-11.4%; в таком случае после привлечения рублевого займа под 15% годовых ВымпелКом может сделать своп рублей на доллары на три года, получив эффективную ставку 3.6% в долларах, что даже меньше доходности его еврооблигаций. Более того, мы полагаем, что ВымпелКом вполне может привлечь рублевые обязательства по меньшей ставке: по нашим оценкам, оператор мог бы разместить трехлетние рублевые облигации с доходностью 13%, в результате чего эффективная долларовая ставка после свопа составила бы 1.8% (для сравнения, 18 сентября доходность выпуска ВымпелКом 13 составляла 7.5%).

Сложившая ситуация предполагает один из следующих вариантов:

- 1) ставки по рублевым займам слишком низкие;
- 2) ставки на рынке долларовых еврооблигаций слишком высокие;
- 3) ставки NDF завышены.

Поскольку мы уверены, что первое предположение – с учетом ожидаемого дальнейшего снижения ставок Банком России – ошибочно (см. раздел «Перспективы рынка рублевых облигаций»), мы прогнозируем либо дальнейшее снижение доходности на рынке еврооблигаций, либо падение ставок NDF. По нашему мнению, оба события могут произойти одновременно.

Таблица 3. Рекомендации по еврооблигациям российских эмитентов

Долговой инструмент	Цена, % от номинала	Доходность к погашению (оферте), %	Дюрация к погашению (оферте), лет	Номинальный спрэд к КО США, б. п.	Объем в обращении, USD млн	Валюта	Ставка купона, %	Купонный период, дней	Дата погашения (оферты)	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
Суверенные обязательства										
Россия 18	156.16	3.52	6.40	73	3466	USD	11.000	184	24 июл. 2018	BBB/Baa1/BBB
Россия 28	167.73	6.46	9.58	304	2500	USD	12.750	183	24 июн. 2028	BBB/Baa1/BBB
Россия 30	109.05	6.01	6.13	330	21218	USD	7.500	182	31 мар. 2030	BBB/Baa1/BBB
Нефть и газ										
Газпром 14 (10.5%)	113.84	6.95	3.69	513	800	USD	10.500	91	25 мар. 2014	BBB/Baa1/BBB
Газпром 16	96.26	6.88	5.71	429	1350	USD	6.212	184	22 ноя. 2016	BBB/Baa1/BBB
Газпром 22	91.86	7.53	8.48	420	1300	USD	6.510	181	7 мар. 2022	BBB/Baa1/BBB
Газпром 34	109.49	7.76	10.75	423	1200	USD	8.625	183	28 апр. 2034	BBB/Baa1/BBB
Газпром 37	93.68	7.85	11.72	424	1250	USD	7.288	184	16 авг. 2037	BBB/Baa1/BBB
ТНК-BP 17	92.63	7.95	5.92	530	800	USD	6.625	181	20 мар. 2017	BB+/Baa2/BBB-
ТНК-BP 16	97.66	7.95	5.34	546	1000	USD	7.500	184	18 июл. 2016	BB+/Baa2/BBB-
ТНК-BP 18	98.12	8.19	6.27	544	1100	USD	7.875	181	13 мар. 2018	BB+/Baa2/BBB-
Банковский сектор										
Промсвязьбанк 12	95.05	11.86	2.30	1074	200	USD	9.625	184	23 май. 2012	CCC+/Ba3/B-
Промсвязьбанк 13 (оферта 15 июля 2011 г.)	99.45	11.07	1.63	1031	150	USD	10.750	184	15 июл. 2013	B/Ba2/B+
Русский Стандарт 10 (7.5%)	95.40	12.51	0.95	1210	500	USD	7.500	183	7 окт. 2010	B+/Ba3/BB-
Русский Стандарт 10 (8.485%)	97.45	12.17	0.71	1189	400	USD	8.485	183	29 июн. 2010	B+/Ba3/BB-
Русский Стандарт 11	93.83	13.05	1.46	1238	350	USD	8.625	184	5 май. 2011	B+/Ba3/BB-
Добывающая промышленность и металлургия										
Evraz 13	96.71	10.00	2.99	852	1300	USD	8.875	183	24 апр. 2013	B+/B2/B+
Evraz 15	94.85	9.37	4.71	706	750	USD	8.250	184	10 ноя. 2015	B+/B2/B+
Evraz 18	97.17	10.00	5.75	739	700	USD	9.500	183	24 апр. 2018	B+/B2/B+
Северсталь 13	101.07	9.40	3.23	781	1250	USD	9.750	184	29 июл. 2013	BB-/Ba3/B+
ТМК 11	99.90	10.05	1.68	926	600	USD	10.000	184	29 июл. 2011	B/B1/-

Источник: Bloomberg.

Перспективы рынка рублевых облигаций

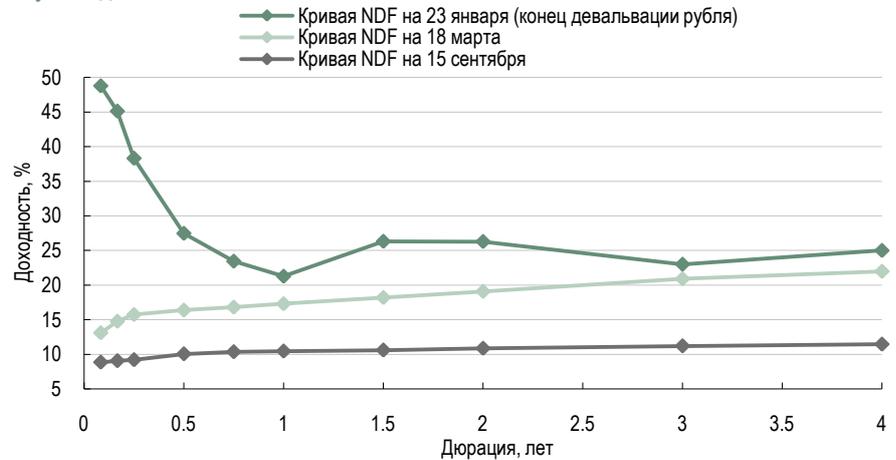
Факторы спроса на рублевые облигации не изменились

Мы сохраняем оптимистичную оценку перспектив российского рынка рублевых облигаций, которую мы впервые изложили в отчете *«Облигации Москвы: лучший выбор в первом эшелоне»* от 12 мая и подтвердили в отчете *«Российский рынок облигаций: жизнь после ралли»* от второго июля. На наш взгляд, основные факторы продолжения ралли на внутреннем долговом рынке сохраняют свое влияние по крайней мере до конца 2009 г. В настоящее время поддержку позитивным рыночным настроениям оказывают следующие факторы.

- Стабильность российского валютного рынка: рубль вновь укрепляется на фоне восстановления цен на сырьевые товары и ослабления доллара на мировых валютных рынках.
- Высокая ликвидность российских коммерческих банков, которые активно конвертируют свои долларовые резервы, накопленные в период ослабления рубля, в российскую валюту. Именно представители банковского сектора были основными покупателями рублевых облигаций эмитентов с высоким кредитным качеством в последнее время.
- Благоприятная политика Банка России в области процентных ставок: с конца апреля все ключевые процентные ставки были понижены в совокупности на 275-300 б.п. Кроме того, регулятор выразил намерение продолжить цикл снижения ставок в 2009-2010 гг.
- Хороший прогноз в отношении ликвидности – банковская система, по всей видимости, не будет страдать от недостатка рублевых ресурсов на фоне увеличения расходов бюджета к концу года, а также ожидаемого дальнейшего закрытия длинных позиций банков и населения по доллару.
- Рост активности нерезидентов, которые наращивают позиции на рынке рублевых облигаций, приобретая государственные инструменты и долговые обязательства корпоративных эмитентов высокого кредитного качества. Стратегия *carry trade* становится все более популярной, поскольку зарубежные инвесторы занимают средства в валютах с низкими процентными ставками и инвестируют их в сегментах с высокими ставками.

Ожидания ослабления рубля практически исчезли к середине года, когда участники рынка окончательно убедились в способности Банка России сохранять полный контроль над ситуацией на валютном рынке, а давление на показатели платежного баланса было устранено благодаря стремительному восстановлению цен на сырьевые товары. Как следствие, к середине сентября ставки NDF опустились до 10.0-11.0% против 20-30% на начало года. С окончанием девальвации рубля в январе 2009 г. валютные интервенции Банка России были весьма ограниченными, а объем золотовалютных резервов стабилизировался на отметке USD400 млрд. На наш взгляд, до конца года Банку России все же придется вмешиваться в ход торгов на российском валютном рынке. Но, скорее всего, регулятор будет покупать, а не продавать иностранную валюту, противодействуя дальнейшему укреплению рубля. Мы подтверждаем опубликованный в декабре 2008 г. прогноз курса рубля к доллару США на уровне 28.80 руб. за доллар на конец 2009 г. (см. отчет *«Рубль и смягчение денежно-кредитной политики: масштабы и последствия»* от 16 сентября).

Рисунок 7. Динамика ставок NDF



Источник: Bloomberg

Политика Банка России имеет определяющее значение

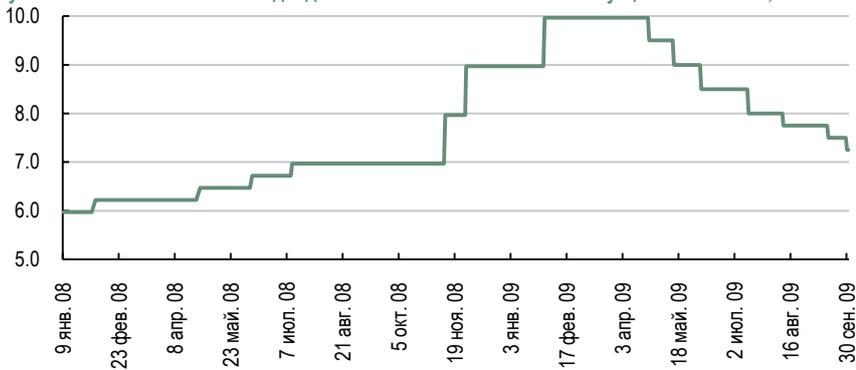
Банк России 29 сентября принял решение о понижении ключевых процентных ставок на 25-75 б. п. С 30 сентября минимальная ставка прямого РЕПО на аукционной основе на срок один день установлена на уровне 7.25% (ранее 7.50%). Ставка рефинансирования снижена на 50 б. п. до 10.0%. Регулятор снизил ставки во второй раз в сентябре и в седьмой раз с начала цикла (с апреля 2009 г.). Однако в последнем случае центральный банк действовал более агрессивно: в частности, минимальная ставка аукционного РЕПО на семь дней была снижена на 75 б. п. до 7.25% и в результате сравнялась со ставкой однодневного РЕПО.

Очередное снижение ключевых процентных ставок обусловлено растущей уверенностью Банка России в том, что инфляция остается под контролем. По официальным данным, начиная с последней недели августа динамика ИПЦ была нулевой или даже отрицательной (-0.1% в период с 24 по 30 августа). Накопленная инфляция с начала года составляет 8.1% по сравнению с 10.2% за аналогичный период 2008 г., тогда как денежная масса (M2) и денежная база (M0) в этом году все еще демонстрируют негативную динамику – сокращение составило 1.4% и 7.6% соответственно. В связи с этим Банк России оценивает тенденцию к замедлению инфляции как устойчивую и не видит фундаментальных причин, которые могли бы способствовать ускорению роста цен в оставшиеся месяцы 2009 г.

Принимая во внимание более быстрое снижение ключевых процентных ставок, мы считаем вполне вероятным, что до конца года ставка однодневного РЕПО Банка России опустится до 6.25-6.50% (наш прежний, также достаточно агрессивный прогноз – 6.75-7.00%), т. е. в этом году ставки будут понижены еще на 75-100 б. п. Мы также ожидаем, что ставки по более долгосрочным операциям будут снижаться быстрее, чем ставка однодневного аукционного РЕПО; на наш взгляд, это предполагает, что Банк России намерен сделать форму кривой процентных ставок более плоской, уменьшая премию для операций, использующих неликвидное обеспечение. Возможно, это связано со стремлением регулятора предоставлять более дешевое финансирование не только для краткосрочных инструментов денежного рынка, но и для тех, которые проще использовать для фондирования при кредитовании реального сектора экономики.

Интересно отметить, что последнее решение Банка России о понижении ставок совпало с возобновлением тенденции к снижению ставок NDF. В последние дни сентября ставки NDF снизились в среднем на 50 б. п., а соответствующий годовой ориентир впервые с октября 2008 г. опустился ниже 10.0%, составив около 9.60%. По нашим прогнозам, на фоне ослабления девальвационных ожиданий ставки NDF уменьшатся еще по крайней мере на 200 б. п. в ближайшие месяцы, стимулируя активность нерезидентов на рынке рублевых облигаций.

Рисунок 8. Минимальная ставка однодневного РЕПО Банка России на аукционной основе, %



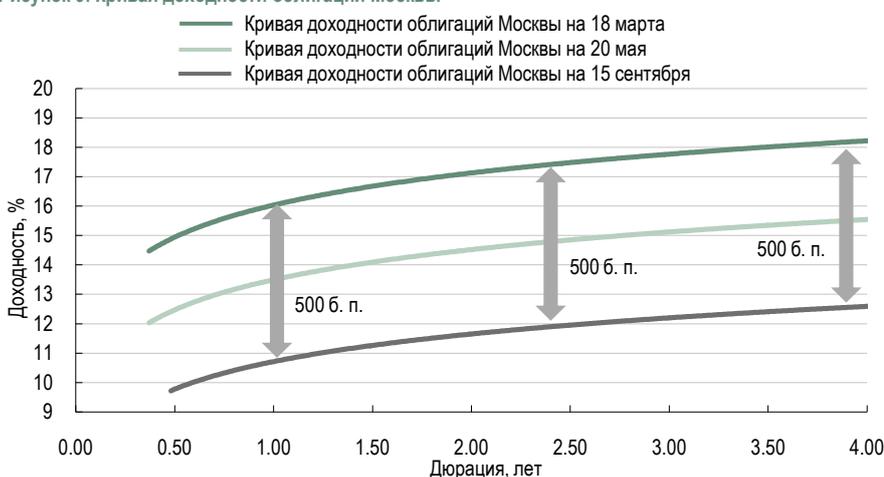
Источник: Банк России

По нашим прогнозам, на фоне роста расходов бюджета в последние четыре месяца 2009 г. ситуация с рублевой ликвидностью останется благоприятной. В августе расходы бюджета достигли максимального уровня в текущем году, составив 909.1 млрд руб. против 805.0 млрд руб. в июле. Дефицит бюджета за восемь месяцев года достиг 1.180 млрд руб., или 4.7% ВВП, тогда как ожидаемый годовой показатель должен составить 3.313 трлн. руб., или 7.7% ВВП. К настоящему времени фактические доходы и расходы бюджета составляют соответственно 66.0% и 57.0% от годового плана. Для достижения целевых показателей правительству необходимо до конца года увеличить ежемесячные расходы бюджета до 1.0 трлн. руб. и более, что означает усиление роли бюджета как источника ликвидности. На наш взгляд, регулярное поступление рублевых ресурсов из бюджета будет способствовать дальнейшему ралли на рынке внутренних долговых обязательств, несмотря на потенциально большой объем первичных размещений облигаций первоклассных заемщиков.

Ралли рублевых облигаций продолжится. В фокусе по-прежнему ОФЗ и инструменты первого эшелона

Политика Банка России в области процентных ставок стимулирует инвестиционную активность на внутреннем долговом рынке. В настоящее время рублевые облигации могут считаться одним из основных источников кредитования для реальной экономики: с конца апреля в негосударственном секторе объем размещений достиг почти 500 млрд руб. Доходности облигаций первого эшелона при этом уменьшились с апреля по сентябрь почти на 400 б. п. (с 16-17% до 12-13%); мы ожидаем, что они опустятся ниже 10% к началу 2010 г.

Рисунок 9. Кривая доходности облигаций Москвы



Источник: ММББ

Основным фактором снижения доходностей рублевых облигаций остается по-прежнему широкий спрэд между доходностями инструментов первоклассных заемщиков и ставкой РЕПО Банка России. Коммерческие банки могут получить рефинансирование в центральном банке по соответствующим ставкам под залог государственных обязательств (ОФЗ), а также облигаций первого и второго эшелонов. Более того, регулятор существенно уменьшил дисконты и в настоящее время поддерживает их на низком уровне. В частности, нулевой дисконт действует для однодневных операций РЕПО под залог ОФЗ. При использовании в качестве обеспечения облигаций Москвы дисконт составляет 2.5%, тогда как для большинства выпусков первого эшелона он равен 10.0%.

Исторически премия по доходности ОФЗ относительно ставок однодневного РЕПО была низкой. Соответствующий спрэд был существенно уже 50 б. п. в начале 2008 г., однако значительно расширился во втором полугодии на фоне активизации продаж на рынке рублевых облигаций (рис. 10). В настоящее время ОФЗ торгуются с премией в 300-400 б. п. относительно ставок РЕПО Банка России в зависимости от дюрации. По нашим оценкам, эта премия должна уменьшиться на 100-200 б. п. в ближайшие несколько месяцев.

Принимая во внимание потенциал снижения ставок РЕПО Банка России, можно ожидать сокращения доходности государственных рублевых обязательств с нынешнего уровня 10.5-11.5% до 8.5-9.5% к началу 2010 г. Соответственно, мы прогнозируем заметное падение доходности рублевых инструментов первоклассных заемщиков с 11.0-13.5% в настоящее время до 9-11%. В сегменте негосударственных долговых обязательств мы рекомендуем облигации Москвы в качестве основы инвестиционного портфеля. Параметры всех рекомендованных рублевых обязательств приведены в табл. 4.

Рисунок 10. Спрэд доходности ОФЗ и ставки РЕПО Банка России, б. п.



Источник: ММВБ

Время третьего эшелона еще не пришло

В данном отчете мы сознательно не уделяем большого внимания так называемым кредитным торговым идеям, когда ожидания опережающей рынок динамики того или иного долгового инструмента формируются в связи с имеющей место недооценкой улучшившихся фундаментальных характеристик эмитента. На наш взгляд, в подавляющем большинстве случаев покупка рублевых облигаций третьего эшелона подразумевает принятие инвестором все еще неоправданно высоких кредитных рисков. В тех же случаях, когда покупка таких инструментов может быть оправданной (например, в случае с выпуском Дикси-Финанс-1), осуществить сделку на практике зачастую невозможно из-за крайне низкой ликвидности инструмента. В связи с этим реализация торговых стратегий в сегменте ОФЗ и новых выпусков первого и второго эшелонов представляется нам более перспективной.

Облигации Московской области вновь интересны

Одним из немногих исключений в рамках указанного подхода, на наш взгляд, может быть анализ инвестиционной привлекательности облигаций Московской области. В середине сентября заместитель министра финансов А. Силуанов сообщил, что в конце месяца правительство выделит Московской области первый транш кредита объемом около 4 млрд руб. для содействия в погашении долговых обязательств. Кредит будет выделен на три года по льготной ставке – 1/4 от ставки рефинансирования Банка России. Г-н Силуанов отметил, что ранее Московская область уже получила несколько бюджетных кредитов. В дальнейшем правительство рассмотрит вопрос о необходимости предоставления нового транша кредита региону. Становится очевидным, что государство окажет Московской области максимальную поддержку, и это обстоятельство существенно укрепляет статус региона как квазисуверенного заемщика. В настоящее время в обращении находится пять выпусков рублевых облигаций Московской области общим номинальным объемом 92 млрд руб. Доходность этих инструментов составляет около 15.5%, обеспечивая премию к ОФЗ на уровне 450-550 б. п. При этом все выпуски эмитента, несмотря на массовое понижение кредитных рейтингов региона, включены в список РЕПО Банка России с дисконтами на уровне 10.0%, а пятый, шестой и седьмой выпуски входят в котировальный список ММВБ первого уровня. На наш взгляд, учитывая высокую степень поддержки региона со стороны правительства, премия облигаций Московской области к ОФЗ вполне может сократиться до 300 б. п. Следует отметить, однако, что Московская область остается регионом с достаточно высокой долговой нагрузкой, особенно учитывая обязательства по гарантиям, предоставленным компаниям группы МОИТК. Наша рекомендация по облигациям региона рассчитана только на сужение спреда, после которого мы будем рекомендовать сокращать позиции, с тем чтобы не держать эти инструменты до погашения.

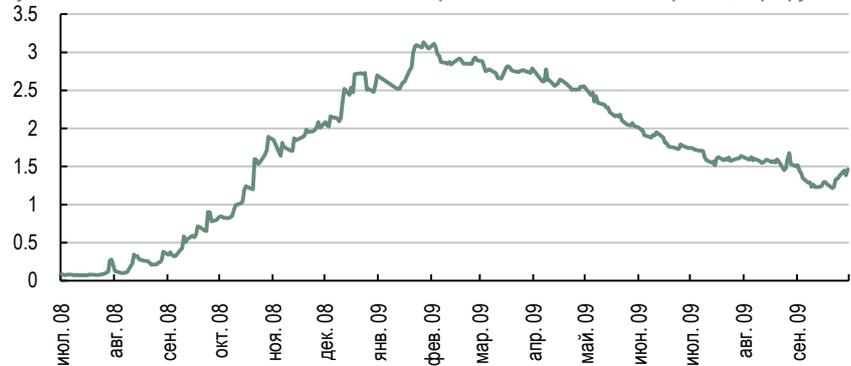
Природа банковского спроса на облигации устойчива

Мощному росту котировок на российском рынке долговых инструментов в значительной степени способствовало развитие ситуации в банковской системе страны. Мы по-прежнему положительно оцениваем российские банки и считаем положение дел в банковской системе благоприятным для дальнейшего расширения рынка рублевых облигаций, а также сохранения позитивных тенденций в сегменте еврооблигаций российских эмитентов.

С началом восстановления рынка еврооблигаций в январе-феврале отечественные банки стали основным источником спроса на обязательства российских эмитентов. Важнейшим фактором спроса стала значительная ликвидность в иностранной валюте, накопленная банками во время девальвации рубля. Вместе с тем, размещение долларов или евро в форме кредитов в тот момент было задачей не из простых, так как, во-первых, большинство нефинансовых организаций не были расположены к принятию дополнительных валютных рисков, а во-вторых, регулятор активно препятствовал выдаче банками кредитов в иностранной валюте. С другой стороны, валютная ликвидность, хранившаяся на корреспондентских счетах в Банке России, могла привести к негативным результатам, так как рублевое фондирование длинных позиций в долларах или евро было весьма дорогим. Тогда российские банки сосредоточили внимание на рынке еврооблигаций, где они могли получить значительный доход, покупая бумаги у испытывающих затруднения хедж-фондов. Согласно нашим расчетам, с начала года банки увеличили свой портфель еврооблигаций минимум на USD15-20 млрд.

К настоящему времени банковская система сохраняет значительные излишки ликвидности в иностранной валюте, тогда как рублевая ликвидность ограничена необходимостью погашения обязательств перед Банком России. Таким образом, несмотря на продолжающийся приток средств на депозиты, банки зависят от доступности рефинансирования новых активов, которые они принимают на свой баланс.

Рисунок 11: Обязательства банковской системы перед Банком России и Минфином, млрд руб.



Источник: Банк России

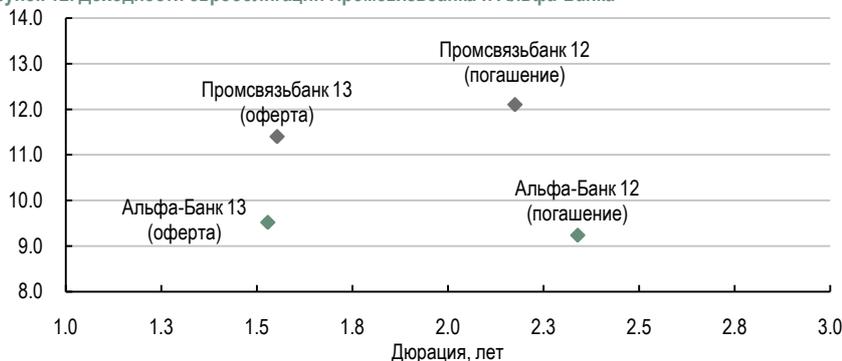
Рублевые облигации всех российских эмитентов, которым были присвоены рейтинги, представляют очень привлекательную возможность увеличения активов без принятия значительных рисков ликвидности, в противоположность кредитованию корпоративных клиентов. По сделкам РЕПО с Банком России рублевые облигации принимаются с дисконтом в 10-20% тогда как финансирование под залог кредитов тем же заемщикам не превышает 50% стоимости обеспечения. Следовательно, вполне логично, что в нынешних рыночных условиях выпуск новых облигаций опережает рост кредитного портфеля. Кроме того, если принять во внимание перспективность стратегии *carry trade* на фоне ожидания дальнейшего снижения ставок регулятора, рынок долговых инструментов может оказаться более привлекательным для банков, чем обычное кредитование юридических лиц. Таким образом, готовность банков абсорбировать первичное предложение рублевых облигаций будет оставаться высокой.

В более общих чертах выделим следующие основные тенденции в банковской системе России.

- Отчетность за первое полугодие свидетельствует о том, что банки весьма успешно формировали резервы по своим кредитным портфелям (по сравнению с концом прошлого года резервирование выросло на 300-500 б. п.), не понеся при этом значительных убытков.
- Анализ динамики качества активов также показывает, что ситуация далеко не так плачевна, как можно было бы предположить на основе мрачных прогнозов рейтинговых агентств. По расчетам банков, доля необслуживаемых кредитов (NPL) на конец текущего года в среднем составит 12-16%. Тем не менее, не следует списывать их в окончательный убыток, так как банки, как ожидается, смогут вернуть от 50% до 70% суммы проблемных кредитов на горизонте от одного до трех лет. Мы предполагаем, что уже в следующем году определенная часть резервов вернется банкам.
- Показатели достаточности капитала остаются приемлемыми. Согласно нашим расчетам, большинству частных финансовых институтов не придется прибегать к помощи государства в рамках программы предоставления капитала первого уровня.

Мы приходим к выводу о том, что фундаментальные характеристики кредитного качества российской банковской системы в целом не вызывают опасений, и в ближайшие месяцы у большинства банков не возникнет неотложной необходимости в привлечении нового финансирования на внешних рынках капитала. Как следствие, резонно ожидать дальнейшего повышения котировок еврооблигаций российских банков. Нашим фаворитом по соотношению рисков и потенциальной доходности остается Промсвязьбанк, который, на наш взгляд, сопоставим по фундаментальным кредитным характеристикам с другими крупнейшими частными банками, тогда как премия по доходности инструментов Промсвязьбанка относительно кривой Альфа-Банка по-прежнему достигает 200-250 б. п.

Рисунок 12. Доходности еврооблигаций Промсвязьбанка и Альфа-Банка



Источник: Bloomberg

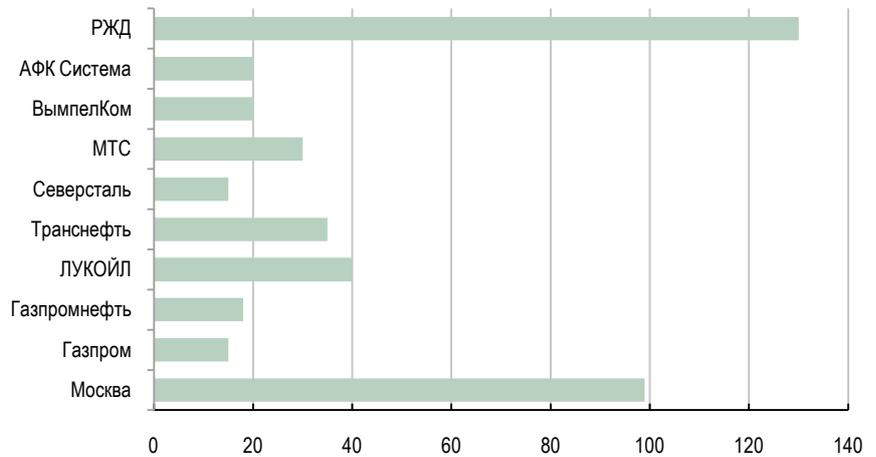
Первичный рынок корпоративных рублевых облигаций работает в нормальном режиме

Первичный рынок облигаций возобновил нормальное функционирование в апреле, когда Газпромнефть разместила дебютный выпуск двухлетних облигаций. С того времени эмитенты с высоким кредитным качеством заняли на рынке рублевых облигаций почти 500 млрд руб. (рис. 13). Новые размещения пользовались устойчиво высоким спросом. Например, спрос на последний двухлетний выпуск Северстали объемом 15 млрд руб. достиг 55 млрд руб., а ставка купона была снижена с первоначального ориентира в 15.5-16.5% до 14.0%. Всего через два дня после начала торгов на вторичном рынке цена этих облигаций выросла до 101.90, а доходность снизилась до 13.30%. Мы ожидаем, что до конца года еще несколько крупных российских компаний выйдут на рынок рублевых облигаций с новыми заимствованиями. В частности, могут состояться размещения бумаг ФСК (50 млрд руб.), НЛМК (50 млрд руб.), ММК (15 млрд руб.), АФК Система (19 млрд руб.), НОВАТЭК (30 млрд руб.), а также некоторых других, более мелких заемщиков.

Кроме того, во втором полугодии Министерство финансов начало более активно привлекать средства на рынке рублевых облигаций. 14 сентября заместитель министра финансов г-н Панкин представил свою оценку ситуации в сегменте государственных облигаций. По его мнению, в 2009 г. вполне возможно исполнить программу заимствований на внутреннем рынке в объеме 586.5 млрд руб. полностью. По состоянию на 21 сентября Минфин разместил ОФЗ и ГСО в объеме 338.8 млрд руб. (чистое привлечение средств – 238.8 млрд руб.). Судя по комментариям министерства, выпуск десятилетних ОФЗ на 150 млрд руб. в рамках программы докапитализации банков, которую предполагается начать в ноябре-декабре текущего года, также включен в общую программу заимствований. Но если спрос на ОФЗ окажется меньше предложенного объема в рамках реализации программы, часть их может быть продана на открытом рынке. В настоящее время Минфин размещает кратко- и среднесрочные инструменты (сроком обращения от двух до пяти лет) и рассчитывает привлекать до конца года в среднем по 60 млрд руб. в месяц. На наш взгляд, при благоприятной ситуации с ликвидностью такие планы вполне реалистичны.

Самыми активными покупателями на рынке внутренних долговых обязательств остаются крупные российские банки. Исходя из отчетности Сбербанка по РСБУ за восемь месяцев года, его портфель облигаций увеличился в августе на USD2 млрд (примерно половина этого прироста обусловлена покупкой рублевых облигаций), главным образом за счет активного участия в первичных размещениях и покупке долговых инструментов на вторичном рынке. Кроме того, рынок рублевых облигаций становится все более популярным и у иностранных инвесторов, поскольку предоставляет возможности для осуществления стратегии *carry trade*, когда участники рынка занимают средства в валютах с низкими процентными ставками (доллар, евро, швейцарский франк) и инвестируют их в сегментах с высокими ставками (например, бразильский реал, южноафриканский ранд или российский рубль). Нерезиденты действуют в основном через российские банки – 100%-ные дочерние структуры крупных зарубежных банковских групп.

Рисунок 13. Объем размещения облигаций, млрд руб.

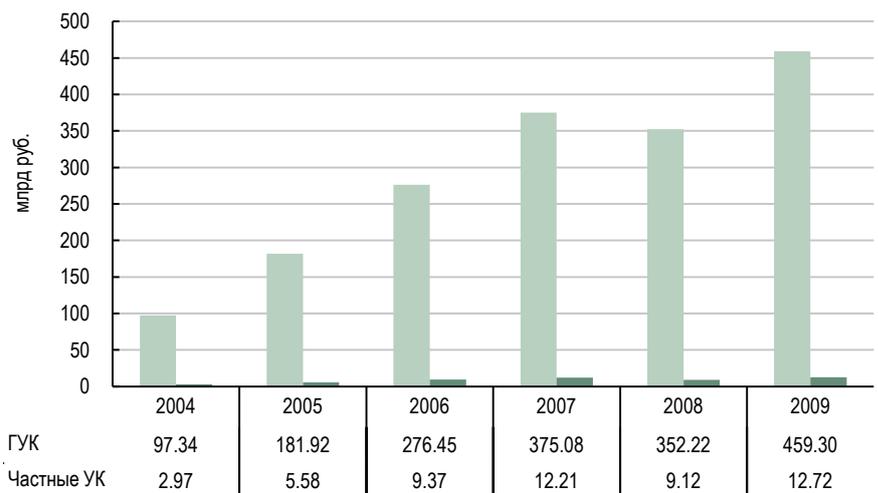


Источник: ММВБ

ГУК выйдет на рынок негосударственных рублевых обязательств

Следует упомянуть и еще один важный фактор, который способен поддержать спрос на высоконадежные рублевые облигации в ближайшие месяцы. С первого ноября государственная управляющая компания (ГУК), функции которой выполняет Внешэкономбанк, сможет вкладывать средства накопительной части трудовой пенсии в рублевые обязательства корпоративных эмитентов (ранее эти средства могли быть инвестированы только в государственные облигации). Возможность вложений в новые классы активов зафиксирована в инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля ГУК. Формирование расширенного портфеля будет осуществляться на основе прежнего (консервативного) инвестиционного портфеля, исключая средства граждан, выразивших желание об их вложении по старой схеме. Решение о расширении инвестиционной декларации ГУК было принято с целью увеличить потенциальную доходность портфеля.

Рисунок 14. Объем средств накопительной части трудовой пенсии в управлении



УК – управляющие компании.

Источник: Пенсионный фонд

Корпоративные облигации могут составлять до 40% расширенного инвестиционного портфеля ГУК. Предел вложений в бумаги одного эмитента установлен в размере 20.0%; кроме того, ГУК не имеет права концентрировать более 30.0% объема какого-либо выпуска в обращении. Кредитный рейтинг эмитента может быть ниже суверенного не более чем на одну ступень.

Размер инвестиционного портфеля ГУК в настоящее время оценивается в 459 млрд руб. Соответственно, потенциальный объем вложений в рублевые обязательства негосударственных эмитентов может составить около 180 млрд руб. Председатель Внешэкономбанка г-н Дмитриев сообщил недавно в интервью, что до конца текущего года ГУК может инвестировать в корпоративные долговые инструменты до 90 млрд руб. Следует также учитывать, что из Пенсионного фонда в ГУК ежегодно переводится около 100 млрд руб. по консервативной оценке.

Если исходить из предположения, что ГУК будет вкладывать средства в негосударственные бумаги путем участия в первичных размещениях, соответствующая дополнительная емкость рынка негосударственных рублевых облигаций в 2009-2010 гг. может быть оценена на уровне 550 млрд руб. Это превышает объем корпоративных рублевых облигаций, выпущенных с начала нынешнего года. Таким образом, мы ожидаем, что ГУК станет одним из ведущих участников рынка корпоративных инструментов, что представляется весомым аргументом в пользу сужения спреда бумаг надежных эмитентов к кривой доходности ОФЗ.

Таблица 4. Рекомендации по рублевым облигациям

Долговой инструмент	Цена, % от номинала	Доходность к погашению (оферте), %	Дюрация к погашению (оферте), лет	Объем выпуска, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Дата опциона пут по номиналу	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
Государственные облигации								
ОФЗ 25064	103.93	10.35	2.01	55 000	11.9	18 янв. 2012		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 25065	104.60	10.83	2.92	31 000	12.0	27 мар. 2013		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 25066	101.23	10.15	1.60	19 665	10.55	6 июл. 2011		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 25067	102.89	10.58	2.59	15 000	11.3	17 окт. 2012		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 25068	103.85	11.26	3.82	5 000	12.0	20 авг. 2014		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 25069	101.35	10.52	2.62	10 000	10.8	19 сен. 2012		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 26199	90.14	10.62	2.53	40 291	6.1	11 июл. 2012		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 26202	101.40	11.29	4.02	10 000	11.2	17 дек. 2014		BBB/Baa1/BBB
Субфедеральные облигации								
Москва-39	84.60	12.30	3.95	10 000	8.0	21 июл. 2014		BBB/Baa1/BBB
Москва-44	82.11	12.31	4.49	20 000	8.0	24 июн. 2015		BBB/Baa1/BBB
Москва-45	93.40	11.13	2.46	15 000	8.0	27 июн. 2012		BBB/Baa1/BBB
Москва-49	77.44	12.38	5.51	2 354	8.0	14 июн. 2017		BBB/Baa1/BBB
Москва-50	94.33	11.24	2.02	15 000	8.0	18 дек. 2011		BBB/Baa1/BBB
Москва-54	91.72	11.55	2.65	15 000	8.0	5 сен. 2012		–
Москва-56	77.93	12.62	5.29	20 000	8.0	22 сен. 2016		BBB/Baa1/BBB
Москва-58	99.46	10.76	1.55	15 000	10.0	1 июн. 2011		BBB/Baa1/BBB
Москва-61	109.61	12.27	2.90	11 930	15.0	3 июн. 2013		BBB/Baa1/BBB
Москва-62	108.02	12.36	3.47	35 000	16.0	8 июн. 2014		–
Московская область-6	91.91	15.60	1.42	12 000	9.0	19 апр. 2011		отозван /B3/ –
Московская область-7	77.64	15.51	3.63	16 000	8.0	16 апр. 2014		отозван /B3/ –
Московская область-8	87.38	15.76	2.21	19 000	9.0	11 июн. 2013		отозван /B3/ –
Московская область-9	104.57	15.35	1.44	33 000	18.1	15 мар. 2012		отозван /B3/ –
Нефть и газ								
Газпром-11	106.40	12.28	3.55	5 000	13.75	24 июн. 2014	28 июн. 2011	BBB/Baa1/BBB
Газпром-13	103.90	11.73	2.32	10 000	13.12	26 июн. 2012	29 июн. 2010	BBB/Baa1/BBB
Газпромнефть-3	107.93	11.67	2.35	8 000	14.75	12 июл. 2016	23 июл. 2012	BBB-/Baa3/ –
ЛУКОЙЛ, БО 01-05	104.72	11.68	2.43	25 000	13.35	6 авг. 2012		BBB-/Baa2/BBB-
ЛУКОЙЛ-3	92.00	11.64	2.02	8 000	7.1	8 дек. 2011		BBB-/Baa2/BBB-
ЛУКОЙЛ-4	85.85	12.12	3.54	6 000	7.4	5 дек. 2013		BBB-/Baa2/BBB-
Финансовый сектор								
АИЖК-06	85.36	12.96	3.16	2 500	7.4	15 июл. 2014		BBB/A3/ –
АИЖК-07	81.55	13.27	4.05	4 000	7.68	15 июл. 2016		BBB/A3/ –
АИЖК-08	82.10	13.51	3.72	5 000	7.63	15 июн. 2018		BBB/A3/ –

Таблица 4. Рекомендации по рублевым облигациям

Долговой инструмент	Цена, % от номинала	Доходность к погашению (оферте), %	Дюрация к погашению (оферте), лет	Объем выпуска, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Дата опциона пут по номиналу	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
АИЖК-09	82.07	12.91	4.05	5 000	7.49	15 фев. 2017		BBB/A3/ –
АИЖК-10	80.75	13.01	4.83	6 000	8.05	15 ноя. 2018		BBB/A3/ –
АИЖК-11	78.50	13.25	5.40	10 000	8.200	15 сен. 2020		BBB/A3/ –
Транспортный сектор								
РЖД-10	109.99	12.38	3.42	15 000	15.000	6 мар. 2014		BBB/Baa1/BBB
Телекоммуникации								
ВымпелКом-3	105.66	11.89	1.59	10 000	15.200	8 июл. 2014	14 июл. 2011	BB+/Ba2/ –
МТС-4	107.00	11.64	1.49	15 000	16.750	13 май. 2014	19 май. 2011	BB/Ba2/BB+
МТС-5	103.44	12.67	2.47	15 000	14.250	19 июн. 2016	26 июл. 2012	BB/Ba2/BB+
Система-2	104.07	13.41	2.42	20 000	14.750	12 авг. 2014	17 авг. 2012	BB/B2/BB-
Энергетика								
ГидроОГК-1	95.24	11.47	1.63	5 000	8.100	29 июн. 2011		BBB-/Baa3/BBB-
ОГК-5-1	100.87	12.09	1.77	5 000	7.500	29 сен. 2011		–/Ba3/ –
Розничная торговля								
Дикси-Финанс-1	85.20	22.75	1.39	3 000	9.250	17 мар. 2011		–
ИКС-5-4	108.74	12.91	1.46	8 000	18.460	2 июн. 2016	13 июн. 2011	–
Магнит Финанс-2	89.61	13.69	2.28	5 000	8.200	23 мар. 2012		–
Пищевая промышленность								
ВБД-2	96.37	12.68	1.14	3 000	9.000	15 дек. 2010		BB-/Ba3/ –
ВБД-3	102.83	11.98	0.89	5 000	15.000	27 фев. 2013	3 сен. 2010	BB-/Ba3/ –
Добывающая промышленность и металлургия								
Северсталь, БО-1	102.45	12.95	1.79	15 000	14.000	18 сен. 2012	22 сен. 2011	BB-/Ba3/BB-
Мечел-4	108.85	15.96	2.21	5 000	19.000	21 июл. 2016	30 июл. 2012	–
Машиностроение								
Северсталь-Авто-2	87.87	26.77	0.79	3 000	7.700	17 июл. 2013	26 июл. 2010	–

Источник: Bloomberg.

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

123317, Москва
Пресненская набережная, 10
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 макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@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
Милена Иванова-Вентурини
Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская
Ильдар Давлетшин
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

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

Электротехника
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWearing@rencap.com
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Анастасия Головач
Антон Никитин

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурини
Татьяна Калачева

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка
+7 (495) 725 5216
Юлия Полова
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.