

Рынок рублевых облигаций Летняя стратегия-2007

- Текущего объема рублевой ликвидности, по нашему мнению, вполне достаточно, чтобы удерживать низкие ставки денежного рынка как минимум в течение ближайших двух-трех месяцев. Несмотря на то, что котировки многих выпусков внутренних облигаций находятся на максимальных уровнях, в летний период их рост, скорее всего, продолжится.
- К существенному ухудшению конъюнктуры внутреннего долгового рынка России может привести только резкое изменение настроений на развивающемся рынке облигаций в целом. В частности, этому может способствовать начало глубокой коррекции на китайском фондовом рынке. Тем не менее, в качестве базового мы принимаем позитивный сценарий развития ситуации на рублевом рынке облигаций в ближайшие несколько месяцев.
- В периоды избытка рублевой ликвидности наиболее эффективной торговой стратегией является так называемый *carry trade*, основанный на существенном разрыве между доходностью облигаций и ставками РЕПО по ним. Идеальным инструментом для осуществления *carry trade* являются ОФЗ.
- Наиболее перспективными облигациями первого эшелона мы по-прежнему считаем долговые обязательства АИЖК. Их спреды к кривой доходности ОФЗ могут продолжить сужение в преддверии присвоения эмитенту высокого кредитного рейтинга. Мы также рекомендуем к покупке выпуски Газпром-9 и ЛУКОЙЛ-4, где потенциал сужения спредов к ОФЗ может быть оценен на уровне 15-20 б. п.
- Результаты последних первичных размещений демонстрируют существенное повышение склонности инвесторов к риску. Доходность в ходе аукционов складывается в среднем на 30-50 б. п. ниже ориентиров организаторов. На этом фоне обязательства второго-третьего эшелона, обращающиеся на вторичном рынке, выглядят недооцененными. В данном отчете мы рекомендуем к покупке ряд облигаций третьего эшелона, которые могут продемонстрировать динамику лучше рынка, если тенденция к переоценке кредитных рисков сохранится.
- Иностранные инвесторы после отмены всех ограничений на покупку рублевых облигаций активно наращивают свое присутствие на этом рынке; при этом интерес нерезидентов все сильнее смещается в более доходные сегменты. С начала года иностранные инвесторы существенно увеличили лимиты на покупку облигаций телекоммуникационных и энергетических компаний. Мы ожидаем, что в летние месяцы спреды долговых обязательств региональных операторов связи и отдельных компаний сектора энергетики продолжат сужаться, чему будут способствовать успешные первичные размещения бумаг эмитентов из этих отраслей.
- Мы полагаем, что динамику лучше рынка в ближайшие месяцы могут продемонстрировать облигации банков, спрос на которые возможен со стороны как российских, так и иностранных участников рынка. Мы рекомендуем занять основные позиции в инструментах таких заемщиков как Банк Русский Стандарт, УРСА Банк, ХКФ Банк, Россельхозбанк, Газпромбанк, Промсвязьбанк. Кроме того, интересными мы считаем выпуски Банка «Возрождение», КБ Центр-инвест и ЛОКО-Банка.

Еще раз о ликвидности

С середины марта на рублевом рынке облигаций сохраняются крайне благоприятные условия для инвестиций. Отличную рыночную конъюнктуру обеспечивают традиционные факторы: укрепление номинального курса рубля и огромный приток валюты по счету движения капитала. Вследствие покупок иностранной валюты Банком России с 1 марта по 29 мая 2007 г. рублевая ликвидность в банковской системе страны увеличилась почти в четыре раза (с 442 млрд руб. до 1 650 млрд руб.), достигнув нового рекордного уровня. Золотовалютные резервы выросли с начала марта более чем на USD70.0 млрд. Благодаря этому ставки денежного рынка установились на самом низком уровне с августа прошлого года и порой опускаются ниже минимальных ставок по депозитам Банка России.

Первоначально существовали достаточно серьезные опасения, что по завершении аукционов по продаже активов ЮКОСа ликвидность банковской системы начнет быстро сокращаться и ставки денежного рынка поползут вверх. Кроме того, оттоку ликвидности может способствовать и план Банка России начать размещение очередного выпуска ОБР объемом 350 млрд руб. в июне. С помощью этого инструмента, по-видимому, будет стерилизована ликвидность, привлеченная при размещении акций ВТБ в мае (объемом около USD8 млрд). Но ВТБ, как и Сбербанк, скорее всего инвестирует в ОБР не все средства, полученные от IPO. По нашим оценкам, в облигации Банка России может быть вложено одновременно не более 150 млрд руб. Задолженность ЮКОСа по налогам (т. е. подлежащие перечислению в бюджет средства от прошедших аукционов) составляет около 400 млрд руб. Однако даже отток 500-550 млрд руб. из финансовой системы, по нашему мнению, не окажет принципиального влияния на ситуацию, и рынок внутренних облигаций продолжит функционировать в условиях избыточной рублевой ликвидности. Следует отметить, что средства от продажи активов ЮКОСа вновь вернутся в банковскую систему, так как значительная часть этих денег, скорее всего, будет достаточно быстро израсходована на финансирование различных социальных проектов в преддверии выборов.

Перспективы дальнейшего укрепления курса рубля, на наш взгляд, также вполне очевидны. В настоящее время мы подтверждаем наш прогноз курса на конец текущего года на уровне 25.0 рублей за доллар США, но считаем, что существует вероятность более значительного укрепления российской валюты (подробнее см. отчет *«Рубль и рублевая ликвидность – давление повышается»* от 21 мая). Кроме того, интересное заявление прозвучало 21 мая на еженедельном совещании президента с членами правительства. Президент Путин высказал мнение, что укрепление курса рубля пока не наносит существенного вреда обрабатывающим отраслям. В условиях значительного притока капитала монетарным властям все сложнее сдерживать рост цен, а укрепление рубля по-прежнему является одним из самых эффективных инструментов борьбы с инфляцией. Таким образом, заявление президента можно интерпретировать как подтверждение приоритетности контроля над инфляцией – даже за счет дальнейшего укрепления курса национальной валюты. Такое развитие ситуации на валютном рынке только подогревает спрос на рублевые облигации.

Итак, текущего запаса рублевой ликвидности, по нашему мнению, вполне достаточно, чтобы поддерживать ставки денежного рынка на низком уровне как минимум в течение ближайших двух-трех месяцев. Несмотря на то, что котировки многих выпусков внутренних облигаций находятся на максимальных уровнях, их рост в летние месяцы, скорее всего, продолжится.

Внешняя конъюнктура – фактор риска

Что может помешать реализации столь позитивного сценария на рублевом рынке облигаций? Как было сказано выше, внутренние факторы с большой вероятностью останутся благоприятными. К существенному ухудшению конъюнктуры внутреннего долгового рынка России может привести только резкое изменение настроений на развивающемся рынке облигаций в целом, что может быть вызвано двумя причинами.

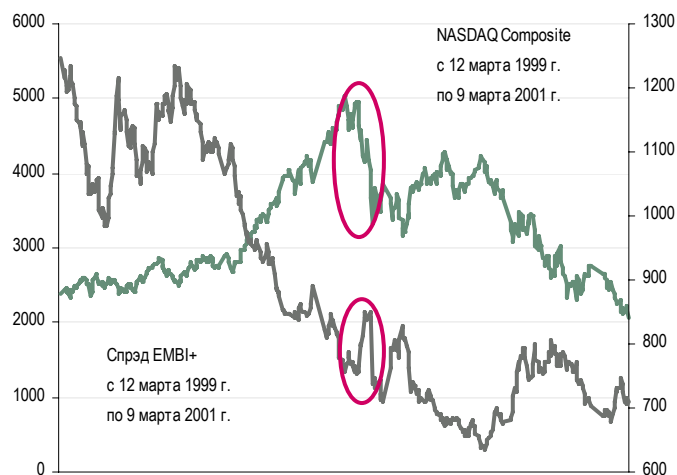
Во-первых, оттоку средств с развивающихся долговых рынков теоретически может способствовать дальнейший рост доходностей КО США. Сейчас перед ФРС США стоит две задачи – сохранение контроля над инфляцией и недопущение слишком резкого замедления темпов роста американской экономики. Первая является приоритетной, но угроза стагнации экономики страны вряд ли позволит монетарным властям задуматься о новом повышении ставки. Таким образом, даже при консервативном прогнозе можно рассчитывать на сохранение ставки ФРС на неизменном уровне по крайней мере до конца года. В этих условиях в ближайшие несколько месяцев доходности КО США вряд ли намного превысят 5.0%. В то же время мы сомневаемся, что рост доходностей американских казначейских обязательств на 10-15 б. п. приведет к возникновению сильного эффекта «бегства в качество» на развивающихся рынках облигаций.

Во-вторых, развитие негативного сценария возможно также в случае сильной коррекции на китайском рынке акций (рис. 1). Напомним, что резкая коррекция на американском фондовом рынке в конце марта 2000 г. вызвала существенное расширение спредов на развивающихся рынках облигаций. Тогда спред индекса EMBI+ за короткое время увеличился с 755 б. п. до 850 б. п. (на 13%), после чего на развивающихся долговых рынках отмечалась высокая волатильность (рис. 2). Текущий спред EMBI+ составляет 150 б. п., и его расширение на 13% соответствует всего 20 б. п. в абсолютном выражении. За последние пять-семь лет сопротивляемость рынка высокодоходных облигаций к внешним воздействиям существенно повысилась благодаря улучшению фундаментальных показателей отдельных сегментов развивающегося долгового рынка.

Рисунок 1. Динамика индекса Shanghai Composite



Рисунок 2. Спред EMBI+ и динамика индекса NASDAQ Composite



Источник: Bloomberg

Если внешняя конъюнктура будет оставаться относительно стабильной, то котировки рублевых облигаций могут сохранить восходящую динамику в течение всего летнего периода.

Торговые стратегии в летний период

В данном отчете мы представляем несколько инвестиционных стратегий, которые участники рынка могут реализовать в летний период. В качестве базового мы принимаем позитивный сценарий развития ситуации на рублевом рынке облигаций в ближайшие несколько месяцев и ориентируемся на три основные группы инвесторов: банки, управляющие и страховые компании и иностранных инвесторов.

Carry trade – идеальная стратегия в условиях низких ставок

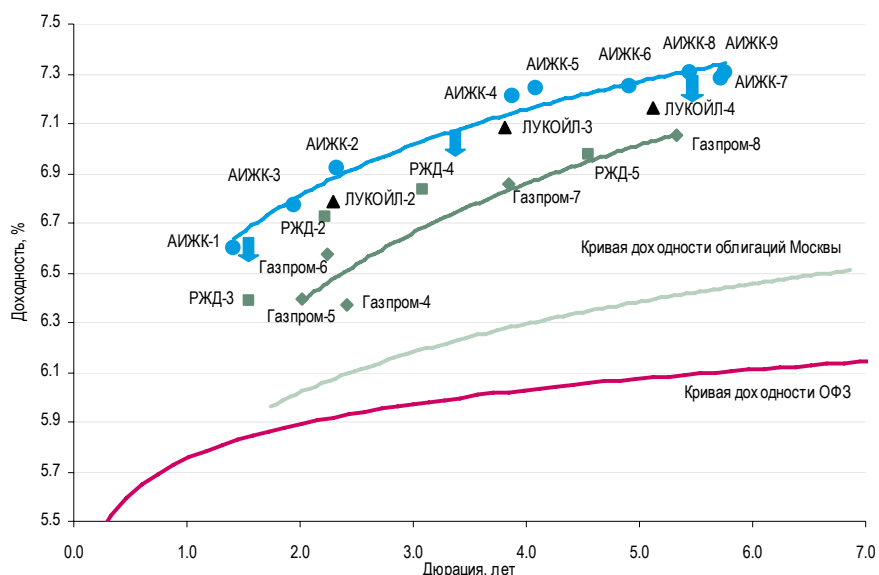
Как известно, в периоды избытка рублевой ликвидности наиболее эффективной торговой стратегией является так называемый *carry trade*, основанный на существенном разрыве между доходностью облигаций

и ставками РЕПО по ним. Такая стратегия, скорее всего, будет востребована банками, которые активно используют при покупке облигаций финансовый рычаг. Очевидно, что для реализации *carry trade* подходят в первую очередь облигации, под залог которых можно получить рефинансирование на выходных условиях. В настоящее время привлекательные ставки РЕПО установились для большого числа инструментов самого разного кредитного качества. К примеру, стоимость недельного РЕПО под обеспечение ОФЗ составляет 4.0%, привлечь рефинансирование под облигации первого эшелона можно по ставке 4.35-4.50%, а аналогичные показатели для обязательств второго-третьего эшелона варьируются в диапазоне 5-7%. Таким образом, текущие ставки РЕПО в среднем на 200-300 б. п. ниже доходности соответствующих рублевых облигаций.

Вместе с тем, реализовать стратегию *carry trade* не всегда просто. Услуги РЕПО под залог широкого спектра инструментов, включая облигации третьего эшелона, предоставляют лишь несколько крупных банков (в том числе дочерние подразделения иностранных банков). Лимиты этих финансовых институтов на бумаги эмитентов третьего эшелона не так велики, поэтому во многих случаях получить рефинансирование под такие облигации может быть весьма сложно.

С точки зрения лимитов на одного эмитента идеальным инструментом для осуществления *carry trade* по-прежнему являются ОФЗ. Во-первых, получить рефинансирование под обеспечение ОФЗ по ставке около 4.0% можно у очень многих финансовых институтов. Во-вторых, в периоды резкого ухудшения рыночной конъюнктуры инвесторы всегда могут прибегнуть к инструменту гарантированного РЕПО Банка России по ставке около 6.0%. Оптимальными для приобретения в настоящий момент, по нашему мнению, являются ОФЗ со средней и длинной дюрацией, доходность которых превышает 6.00%. Наиболее интересными мы считаем выпуски ОФЗ 26199, ОФЗ 46014, ОФЗ 26198, ОФЗ 46017. Со спекулятивной точки зрения сохраняют привлекательность и самые длинные 30-летние ОФЗ.

Рисунок 3. АИЖК – по-прежнему лучший выбор в первом эшелоне



Источник: ММВБ

Помимо ОФЗ интересными инструментами для осуществления стратегии *carry trade* остаются облигации первого эшелона. Наиболее перспективными в этом сегменте рынка по-прежнему являются долговые обязательства АИЖК. За последние недели спрэды выпусков АИЖК к кривой доходности ОФЗ сократились в среднем до 105 б. п. Дальнейшему сужению спрэдов облигаций этого эмитента к ОФЗ может способствовать присвоение АИЖК кредитного рейтинга. По нашим оценкам, это вполне может произойти в третьем квартале, и мы ожидаем, что агентство получит рейтинг инвестиционного уровня.

Из других бумаг первого эшелона мы рекомендуем длинные выпуски Газпром-9 и ЛУКОЙЛ-4, где потенциал сужения спреда к ОФЗ может быть оценен на уровне 15-20 б. п.

Аппетит к риску растет быстрее на первичном рынке

В последние десять дней мая на рублевом рынке облигаций все отчетливее проявлялась еще одна примечательная тенденция: все более или менее интересные аукционы проходят с существенным превышением спроса над предложением, а доходность в ходе размещений складывается в среднем на 30-50 б. п. ниже ориентиров организаторов. Например, спрос на облигации АвтоВАЗ-4 при объеме выпуска 5 млрд руб. достиг 10.29 млрд руб., а доходность к двухлетней оферте по итогам размещения составила 7.95% против первоначального ориентира 8.16-8.42%. Доходность обязательств Атомстройэкспорт-Финанс-1 (объем 1.5 млрд руб., оферта через два года) сложилась на уровне 7.9%, что также существенно ниже оценки организаторов (8.2-8.6%).

Таблица 1. Результаты первичных размещений конца мая

Дата аукциона	Выпуск облигаций	Объем выпуска, млрд руб.	Средний ориентир организатора, %	Фактическая доходность размещения, %	Разница, б. п.	Дюрация, лет
23 мая	Объединенные кондитеры-Финанс	3.0	8.25	7.85	40	2.7
23 мая	Первый ипотечный агент АИЖК-1А	2.9	7.4	7.12	28	2.99
24 мая	Промсвязьбанк-5	4.5	8.5	8.15	35	1.86
24 мая	Спецстрой-2-1	2.0	9.4	8.77	63	0.95
25 мая	Спортмастер Финанс-1	3.0	10.25	8.99	126	1.42
29 мая	Атомстройэкспорт-Финанс-1	1.5	8.57	7.9	67	1.88
29 мая	АвтоВАЗ-4	5.0	8.3	7.95	35	1.88

Источники: данные организаторов, ММВБ

С одной стороны, ажиотаж вокруг первичных размещений оправдан: здесь инвестор может приобрести существенный объем облигаций без колебания цены. Но с другой стороны, размещаемые на аукционах обязательства поступят в обращение лишь через полтора месяца из-за длительной процедуры регистрации. Соответственно, есть риск, что после выхода на вторичные торги приобретенный выпуск будет торговаться ниже номинала, если рыночная конъюнктура ухудшится. Конечно, без участия в первичных размещениях не обойтись, однако перспективной может быть и покупка на вторичном рынке облигаций второго-третьего эшелона, которые выглядят недооцененными на фоне результатов последних размещений. Ниже мы бы хотели представить несколько рекомендаций для этого сегмента. Если тенденция к переоценке кредитных рисков на российском внутреннем рынке сохранится, именно эти облигации, на наш взгляд, могут продемонстрировать опережающую динамику. Потенциал снижения доходности указанных ниже выпусков можно оценить на уровне 30-40 б. п.

Кокс-1 и Кокс-2. Нам импонирует сравнительно высокая диверсификация ассортимента Кокса, который включает продукцию как черной, так и цветной металлургии (никель, кобальт, ванадий), что позволяет снизить чувствительность к колебаниям цен отдельных товарных групп. Наличие крупного аффилированного потребителя продукции компании (Тулачермет) и недавнее приобретение активов в Словении обеспечивают лучшую стабильность сбыта.

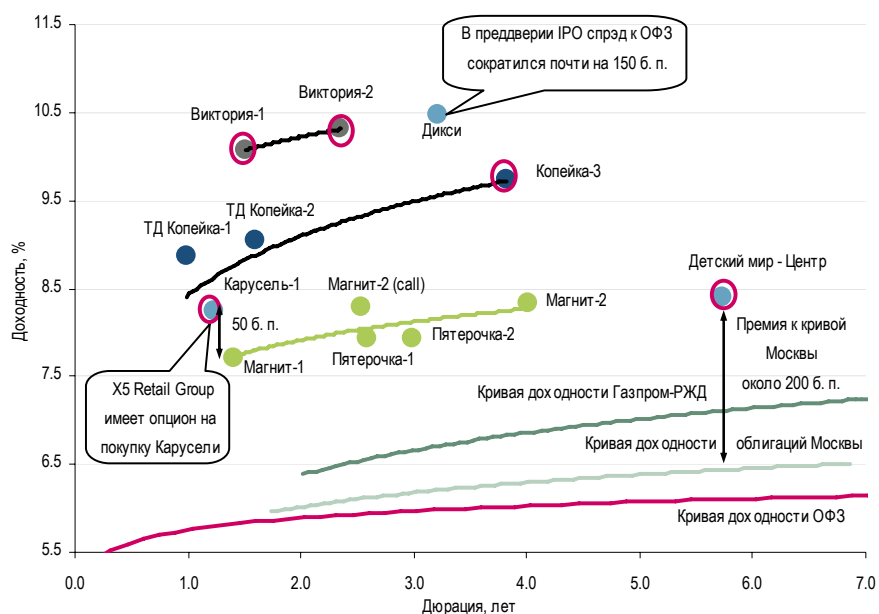
Виктория-Финанс-1 и Виктория-Финанс-2. Розничная сеть Виктория выгодно отличается умеренной долговой нагрузкой, высоким качеством менеджмента и хорошей структурой ассортимента с высокой долей свежей и скоропортящейся продукции. Многоформатная стратегия развития также является ее преимуществом. Мы полагаем, что после публикации отчетности за 2006 г. по МСФО круг инвесторов в долговые обязательства компании расширится независимо от того, будут ли в ней отражены операции калининградского сегмента компании до его реструктуризации.

ТД Копейка-2 и ТД Копейка-3. Мы оптимистично оцениваем перспективы сети Копейка, несмотря на быстрый рост долга в 2006 г. и изменения в структуре

собственников и руководства. С операционной точки зрения эта розничная сеть – одна из наиболее эффективно управляемых. На наш взгляд, падение рентабельности компании в январе-сентябре 2006 г. было связано исключительно с быстрыми темпами открытия новых магазинов, и мы ожидаем, что по итогам всего года оно будет по большей части компенсировано за счет сезонного роста прибыльности в четвертом квартале.

Детский мир – Центр-1. Мы по-прежнему считаем облигации Детского мира существенно недооцененными, принимая во внимание наличие гарантии правительства Москвы по основной сумме займа. По нашему мнению, рынок не полностью учитывает снижение спот-ставок московского долга, произошедшее со времени размещения выпуска почти год назад. Мы положительно оцениваем бизнес компании, и поскольку АФК Система уже имеет опыт успешной подготовки дочерних подразделений к IPO, кредитные риски эмитента не вызывают у нас беспокойства.

Рисунок 4. Облигации операторов розничных сетей



Источник: ММВБ

Содружество-Финанс-1. Группа компаний Содружество – крупнейший игрок на рынке кормов для скота и птицы и их компонентов. Этот эмитент является одним из наиболее прозрачных в третьем эшелоне. Проекты компании по строительству глубоководного порта и маслоэкстракционного завода профинансированы уже почти полностью, а агрессивная маркетинговая политика прошлого года позволила ей заметно увеличить долю рынка до начала эксплуатации нового производства. В этом году потребность в капиталовложениях значительно снизится, и относительная долговая нагрузка Содружества будет сокращаться.

Адамант-Финанс-2. Инвесторам, склонным к более высокому риску, мы советуем обратить внимание на долговые обязательства группы Адамант. Это крупнейший девелопер коммерческой недвижимости в Санкт-Петербурге и третий в России (общая площадь завершенных проектов превышает 580 тыс. кв. м). Адамант не продает законченные объекты, а оставляет их в своей собственности, что подкрепляет его способность генерировать денежные потоки и снижает потребности в финансировании из внешних источников. Структура капитала является сильной стороной Адаманта по сравнению с большинством девелоперов, которые специализируются на жилой недвижимости.

Евросервис Финанс-1. Став одним из двух крупнейших производителей сахара в стране, группа компаний Евросервис завершила этап приобретения активов и сконцентрировалась на повышении их рентабельности. В мясном

сегменте бизнеса корпорация переориентируется с импорта на собственное производство, чему оказывает поддержку участие в национальном проекте «Развитие АПК». Насколько нам известно, группа готовится представить аудированную консолидированную отчетность по международным стандартам уже этим летом, однако пока долговые обязательства Евросервиса можно рекомендовать только инвесторам с относительно высокой склонностью к риску.

Гидромашсервис. Компания производит насосное оборудование для нефтегазовой промышленности и оказывает услуги по строительству трубопроводов и готовых блоков оборудования на месторождениях. По нашим прогнозам, этот сегмент рынка будет расти благодаря более активному освоению новых нефтяных месторождений. Кроме того, нам импонирует консервативная финансовая политика менеджмента, что выражается в сравнительно низкой долговой нагрузке. Основным риском является возможное финансирование поглощений других компаний за счет заемных средств, однако мы считаем, что руководство Гидромашсервиса способно осуществить поглощение так, чтобы не подорвать кредитоспособность собственной компании.

Иностранные инвесторы расширяют присутствие

Устойчивому спросу на рублевые долговые обязательства во многом способствует расширяющаяся база инвесторов. Очевидно, что иностранные инвесторы после отмены всех ограничений на покупку рублевых облигаций активно наращивают свое присутствие на этом рынке. Эта тенденция полностью соответствует процессам, происходящим на развивающемся рынке в целом, – локальные инструменты пользуются все большим и большим спросом. Сведения, полученные нами во время поездок в основные мировые финансовые центры за последние несколько месяцев подтверждают, что нерезиденты по-прежнему проявляют большой интерес к рынку рублевых облигаций. Типичный иностранный инвестор готов покупать рублевые бумаги с доходностью на уровне 7.5% (или чуть выше). При этом эмитент должен быть достаточно прозрачным с финансовой точки зрения и желательно иметь кредитный рейтинг от одного из ведущих рейтинговых агентств.

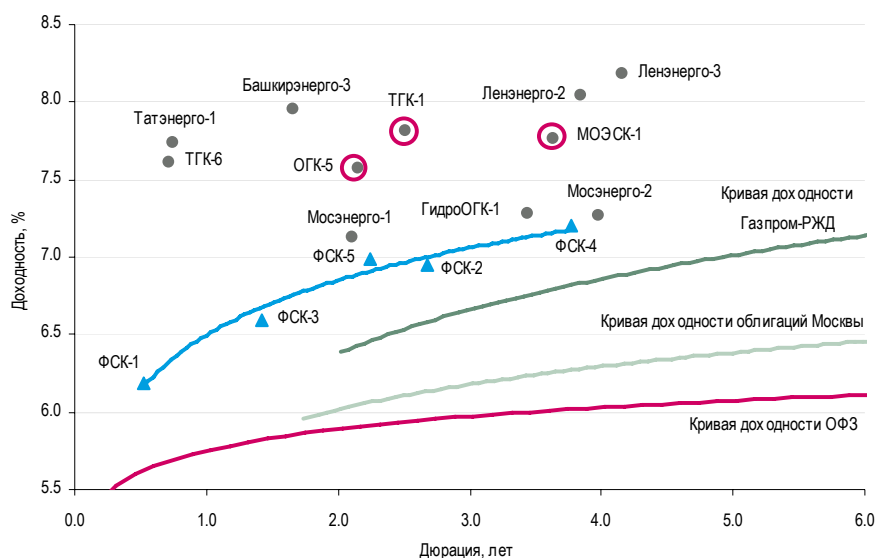
Насколько мы понимаем, сравнительно большое количество инвесторов продолжает покупать не собственно рублевые облигации, а производные инструменты, в основном *total return swap* (TRS). Если изначально это было связано с ограниченной конвертируемостью национальной валюты, то сейчас дело скорее в ликвидности бумаг. Размер приобретаемых иностранными инвесторами пакетов находится преимущественно в диапазоне USD20-50 млн, и они не могут реализовать эти заявки на рынке рублевых облигаций. В то же время крупные инвестиционные банки, маркет-мейкеры рынка TRS, предоставляют своим клиентам возможность сформировать позиции в таком значительном объеме. Они динамично управляют возникающими при этом короткими позициями в рублевых обязательствах, частично закрывая их путем покупки облигаций на локальном рынке через свои дочерние банки. Однако поскольку инвестиционным банкам приходится открывать через TRS короткие позиции в значительно большем объеме, чем длинные позиции, которые они могут на рынке рублевых облигаций, зачастую короткие позиции закрываются не только облигациями эмитента, на инструмент которого выпущен TRS, но и бумагами других эмитентов с сопоставимыми кредитными рисками.

С этой точки зрения в условиях рекордно низких доходностей на рублевом долговом рынке банкам выгоднее всего предлагать клиентам TRS на облигации, которые обеспечивают премию к «голубым фишкам» и при этом сохраняют относительно высокую ликвидность. Кроме того, важно наличие достаточно большого количества долговых инструментов одного или схожих эмитентов. К таким облигациям, на наш взгляд, относятся выпуски энергетических компаний и региональных операторов фиксированной связи.

Слабым местом энергетических компаний является необходимость осуществления крупных капиталовложений. Однако в последнее время

появляется все больше доказательств того, что существенная часть инвестиций (по крайней мере в производстве электроэнергии) будет осуществлена за счет привлечения стратегических инвесторов. Например, шестого июня состоялся аукцион по продаже блокирующего пакета акций ОГК-5, претендентами на который были немецкая E.ON, итальянская Enel и недавно созданная UC Rusal. Победителем стал концерн Enel, заплативший за 25.03%-ную долю PAO ЕЭС в ОГК-5 USD1,516 млн, что примерно на 60% выше стартовой цены аукциона. По нашему мнению, при горизонте инвестиций два-три месяца покупка облигаций энергетических компаний оправдана. Под залог этих инструментов довольно легко получить рефинансирование. Кроме того, долговые обязательства энергетических компаний потенциально интересны для иностранных инвесторов. В настоящее время мы рекомендуем к покупке облигации ОГК-5, ТГК-1 и МОЭСК-1. Также немного недооцененным относительно кривой доходности ФСК выглядит выпуск ГидроОГК-1 (рис. 5).

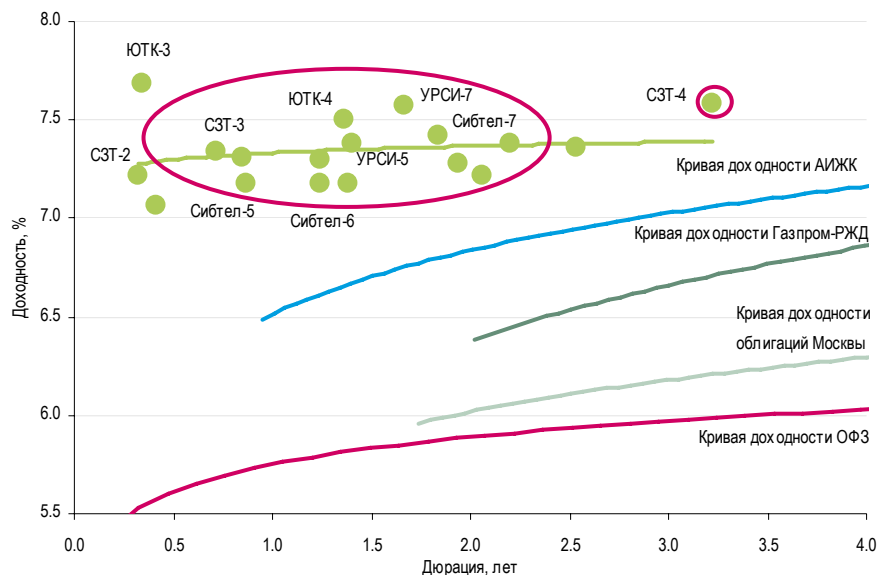
Рисунок 5. Облигации энергетических компаний



Источник: ММВБ

Еще одним сегментом рынка рублевых облигаций, где за последние месяцы существенно возросло присутствие иностранных инвесторов, являются долговые инструменты региональных операторов связи. Кредитоспособность компаний в данном секторе растет благодаря постепенному повышению тарифов и улучшению условий интерконнекта, стабильному спросу на голосовую связь и росту спроса на новые услуги, цены на которые не регулируются государством. Конкуренция со стороны операторов сотовой связи не представляет угрозы, поскольку их ARPU выше, чем ARPL операторов фиксированной связи, и имеет тенденцию к росту. Кроме того, компании фиксированной связи находятся ближе к концу цикла капиталовложений. Цифровизация сетей достигла экономически оптимального уровня, и снижение потребностей в инвестициях позволяет компаниям уменьшать долговую нагрузку. Все региональные операторы фиксированной связи уже имеют достаточный опыт управления финансами и осуществляют сравнительно консервативную долговую политику. Катализатором сужения спредов в следующем году может послужить приватизация Связьинвеста. Один из четырех возможных сценариев предусматривает объединение всех региональных операторов связи, что однозначно повлечет за собой значительное сокращение кредитных спредов. При выборе объекта для вложений мы советуем инвесторам руководствоваться принципом максимальной доходности, так как кредитные характеристики эмитентов в данном сегменте рынка сближаются.

Рисунок 6. Облигации региональных операторов связи



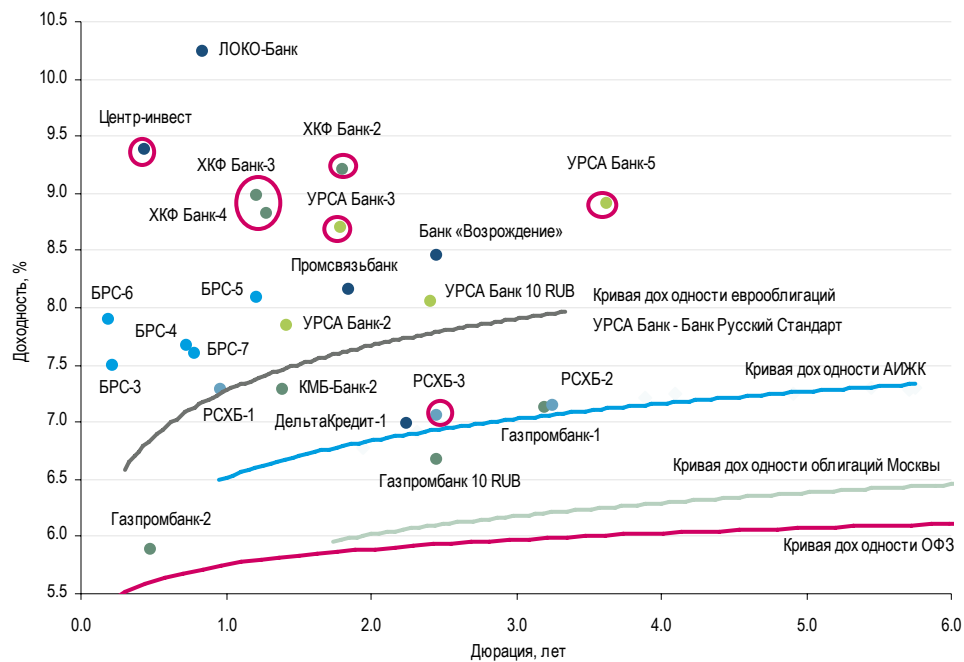
СЗТ – Северо-Западный Телеком
Сибтел – Сибирьтелеком
УРСИ – Уралсвязьинформ

Источник: ММВБ

В заключение рассмотрим сегмент банковских облигаций, доля которых среди негосударственных выпусков уже приближается к 25%. Российские участники рынка не слишком охотно приобретают долговые обязательства банков по различным причинам объективного (нежелание заполнять соответствующие единые лимиты покупкой облигаций) и субъективного характера. Вместе с тем, почти все банки уже публикуют финансовую отчетность по международным стандартам, чем могут похвастаться далеко не все корпоративные заемщики. Кроме того, банковские облигации, как правило, торгуются с премией в размере 80-100 б. п. к корпоративным выпускам сопоставимого кредитного качества.

Мы полагаем, что динамику лучше рынка в ближайшие месяцы могут продемонстрировать облигации банков, спрос на которые возможен со стороны как российских, так и иностранных участников рынка. С учетом этого основу портфеля банковских бумаг должны составлять инструменты таких известных заемщиков как Банк Русский Стандарт, УРСА Банк, ХКФ Банк, Россельхозбанк, Газпромбанк, Промсвязьбанк. Из этого списка мы выделяем облигации УРСА Банк-3 и УРСА Банк-5, торгующиеся со значительной премией к рублевым еврооблигациям эмитента. Привлекательными также представляются первый, второй и третий выпуски облигаций ХКФ Банка, доходности которых одни из самых высоких среди инструментов, входящих в котировальный список ММВБ первого уровня. Из других обязательств в этом сегменте рынка мы хотели бы обратить внимание на выпуски Центр-инвест-1, Банк «Возрождение»-1 и ЛОКО-Банк-1 (рис. 7). Эти эмитенты отличаются продуманной стратегией, сосредоточенной на кредитовании малого и среднего бизнеса, менее рискованном по сравнению с розничным. Банк Центр-инвест, в капитале которого существенная доля принадлежит иностранным акционерам, является одним из наиболее вероятных объектов приобретения зарубежной финансовой организацией.

Рисунок 7. Облигации банков



БРС – Банк Русский Стандарт

Источник: ММВБ

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

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@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

Компании второго эшелона
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efartov@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
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

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл
Трэвис Джонс

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Владимир Пантюшин
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
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