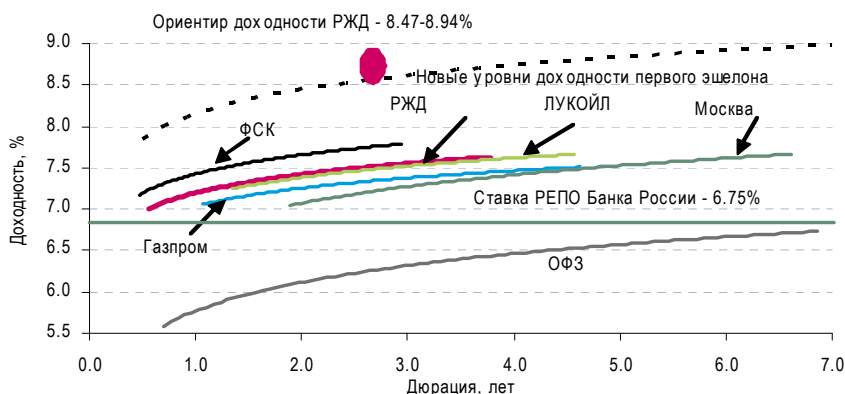


Жесткая переоценка: ищем новые справедливые уровни доходностей

- **Жесткая переоценка.** В среду агрессивные продажи рублевых облигаций продолжились. Фактически в настоящий момент рынок долговых инструментов находится в стадии жесткой переоценки, катализатором которой стало ожидание нового предложения долга в первом эшелоне. Объявленные ориентиры нового трехлетнего выпуска РЖД на уровне 8.47-8.94% (ставка купона 8.25-8.75%) на 150-200 б. п. превышают средний уровень ставок, сложившийся в сегменте выпусков первого эшелона в начале текущей недели. По итогам вчерашней торговой сессии доходность РЖД-6 (погашение в ноябре 2010 г.) преодолела 8.00%, а котировки выпуска с начала недели снизились почти на 2.5 п. п. Несмотря на продажи остальных выпусков первого эшелона, текущий уровень их доходностей можно оценить как заниженный.
- **Ищем новые справедливые уровни доходностей.** Понять, насколько болезненной может быть дальнейшая переоценка на рынке рублевых облигаций, можно путем сопоставления кривых доходностей основных эмитентов первого эшелона с новыми ориентирами, заданными РЖД. При взгляде на диаграмму становится очевидным, что средний рост доходностей в первом эшелоне может составить около 100 б. п. Таким образом, в условиях новой реальности рублевого рынка облигаций кривая доходности первого эшелона может располагаться около 8-9%. Соответствующим образом должны скорректироваться и доходности других сегментов рынка. Этот процесс, скорее всего, будет происходить более медленными темпами, так как ликвидность большинства выпусков второго-третьего эшелонов существенно ухудшилась за последние дни.
- **Повышение ставки РЕПО Банка России теперь может быть менее болезненным.** Важно заметить, что новые уровни доходностей облигаций первого эшелона хорошо соотносятся с текущей аукционной ставкой РЕПО Банка России. Более того, ее повышение на 50-75 б. п. (до 7.25-7.5%), на наш взгляд, уже может и не повлечь столь драматичных последствий.
- **ОФЗ вне рынка.** Мы еще раз отмечаем, что текущий уровень доходностей ОФЗ уже не отражает никаких рыночных реалий. В настоящее время почти вся кривая доходности ОФЗ лежит ниже ставки РЕПО Банка России, очередное повышение которой, на наш взгляд, – только вопрос времени. Возможно, текущие уровни доходностей ОФЗ могут быть в какой-то степени оправданы крайне благоприятной ситуацией с ликвидностью и низкими ставками денежного рынка. Однако в последнее время в риторике монетарных властей все более четко звучит намерение принять более эффективные меры для обуздания инфляции. Неслучайно, что именно проблема высокой инфляции была названа одной из центральных в очередном Бюджетном послании президента России. В этой связи можно предположить, что ситуация с ликвидностью будет постепенно ухудшаться во второй половине года, а ставки денежного рынка приблизятся к ставке РЕПО Банка России.
- **Ликвидный рынок ОФЗ важнее интересов ГУК и госбанков.** В настоящий момент рынок ОФЗ контролируется несколькими игроками, включая государственную управляющую компанию и госбанки, которые вовсе не заинтересованы в масштабной негативной переоценке. В то же время, придерживаясь текущей политики на рынке внутренних заимствований, Министерство финансов, на наш взгляд, рискует потерять рынок ОФЗ (кропотливая работа по созданию которого велась самим же Минфином в предыдущие годы), а с ним и эффективный инструмент бюджетной политики. Мы считаем, что такая потеря гораздо весомее разовой негативной переоценки, и поэтому полагаем, что выбор в конце концов будет сделан в пользу рыночного характера ценообразования на рынке ОФЗ. В настоящих условиях справедливые уровни доходностей ОФЗ видятся на уровне 7.0-7.5%, т. е. именно там, где до последнего времени располагалась кривая доходности первого эшелона.

Облигации первого эшелона – новые уровни доходностей



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи 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
Краснопресненская набережная, 18
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

Рынок акций – Россия

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

Начальник отдела анализа акций

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

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

Рынок акций Средней Азии, стратегия + 7 (727) 244 1581

Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

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

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

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

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

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

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

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100