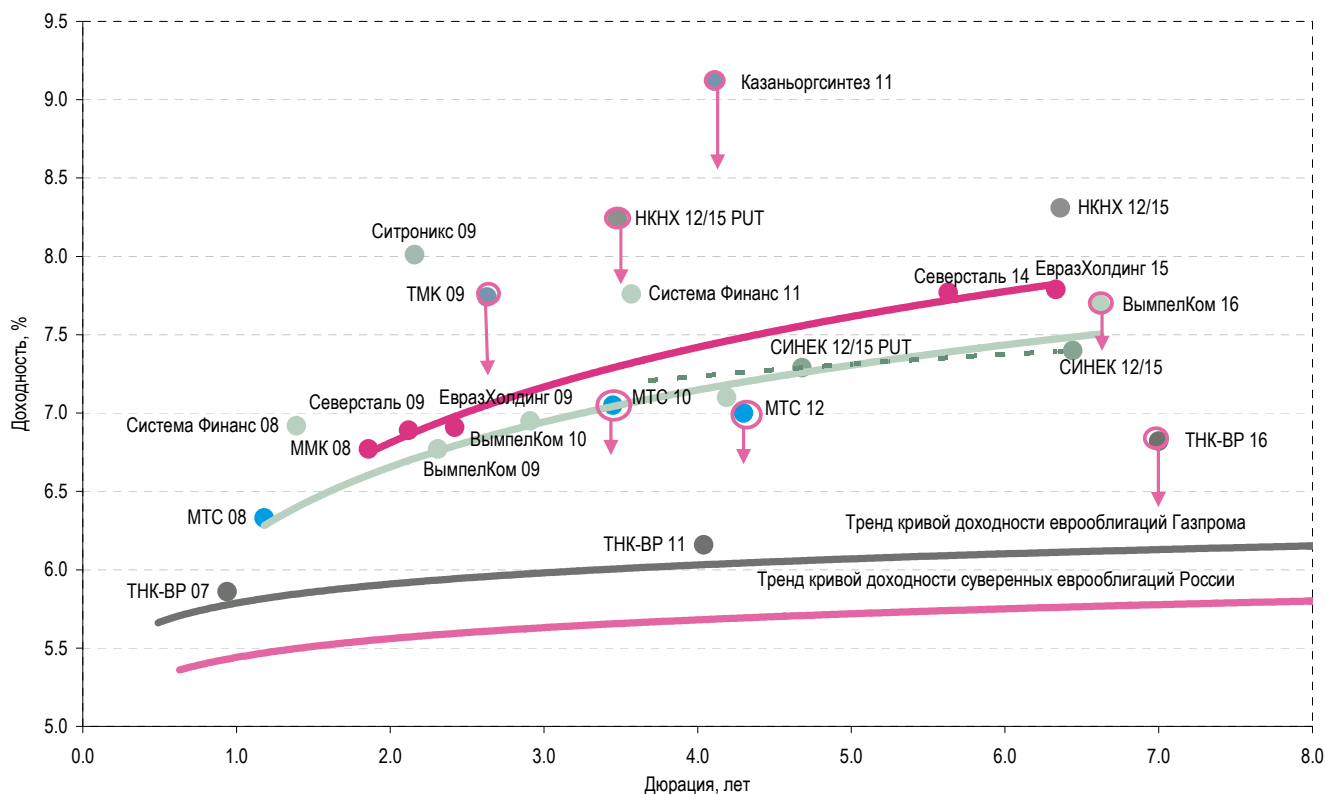


Рынок еврооблигаций Время покупать. А что?

- На развивающихся рынках облигаций наступил период благоприятной конъюнктуры, который с учетом прогнозов развития американской экономики может сохраниться в течение продолжительного времени. В этих условиях инвесторы в погоне за доходностью будут активно расширять спектр торгуемых инструментов.
- Инвесторам, рассчитывающим на снижение учетной ставки ФРС США в ближайшие месяцы, следует обратить внимание на еврооблигации ТНК-ВР 16.
- Спекулятивные покупки облигаций МТС на фоне информации о возможном приобретении главного актива АФК Система немецкой компанией Deutsche Telekom могут привести к значительному снижению доходностей облигаций МТС.
- Мы оцениваем справедливый спред между облигациями Казаньнефтеоргсинтез 11 и НКНХ 10/15 на уровне 50 б. п. С учетом потенциала роста котировок НКНХ 10/15 сохраняется перспектива снижения доходности Казаньнефтеоргсинтез 11 на 70-80 б. п.
- Из облигаций банков, имеющих инвестиционный кредитный рейтинг, хотелось бы обратить внимание на субординированные выпуски. Мы оцениваем справедливое значение премии за субординацию для РСХБ 16/11, Банк Москвы 15/10, Газпромбанк 11 на уровне 30 б. п.

Рисунок 1. Наиболее интересные для инвестиций корпоративные выпуски



На пороге новой волны покупок

Ситуация на развивающихся рынках облигаций по-прежнему благоприятна для наращивания длинных позиций. Стабильный спрос на высокодоходные активы обеспечивает положительный для развивающихся рынков прогноз процентных ставок в США. Американская экономика демонстрирует признаки замедления, что на фоне ослабления инфляционных ожиданий позволяет рассчитывать на формирование в ближайшие месяцы понижательного тренда процентных ставок в США. С нашей точки зрения, текущая тенденция в динамике ставок является устойчивой, и спрос на высокодоходные активы сохранится до конца года. Мы полагаем, что на этом фоне спрэд EMBI+ сократится в ближайшие недели до новых минимальных значений. Спрэд индикативного суверенного выпуска Россия 30 к КО США также продолжит медленно сужаться и, по нашим оценкам, вполне может достичь 80-90 б. п. до конца текущего года. Однако основные возможности для получения дохода по-прежнему предлагает сегмент корпоративных и банковских облигаций. Начавшееся ралли в сегменте российских корпоративных еврооблигаций распространилось пока на ограниченное количество выпусков наиболее известных эмитентов. В гораздо меньшей степени ралли затронуло относительно неликвидные корпоративные выпуски и почти не коснулось сегмента банковских облигаций. На фоне продолжительного периода стабильно благоприятной конъюнктуры на развивающихся рынках в погоне за доходностью инвесторы будут активно расширять спектр торгуемых инструментов. Соответственно, нам бы хотелось еще раз обратить внимание участников рынка на наиболее привлекательные инвестиционные возможности в сегментах корпоративных и банковских облигаций.

ТНК-ВР 16: лучший выбор из облигаций нефтегазовых компаний

Среди облигаций нефтегазовых компаний наиболее привлекательно выглядит длинный выпуск ТНК-ВР 16. Размещение выпусков ТНК-ВР 11 и ТНК-ВР 16 проходило в июле текущего года в условиях не самой благоприятной рыночной конъюнктуры. В результате премия длинного выпуска к кривой доходности Газпрома оказалась почти в два раза шире. На настоящий момент кривая доходности ТНК-ВР по-прежнему сохраняет довольно крутой наклон. При этом с конца августа спрэд между ТНК-ВР 16 и ТНК-ВР 11 расширился с 50 б. п. до 65 б. п. (рис. 3). В нынешних условиях, когда спрос на облигации с высокой дюрацией растет, потенциал снижения доходности выпуска ТНК-ВР 16 составляет, как минимум, 20 б. п., а роста котировок – не менее 1.5 п. п. Со стратегической точки зрения для инвесторов, рассчитывающих на снижение учетной ставки ФРС США в ближайшие месяцы, покупка этих облигаций – один из лучших вариантов долгосрочного вложения. Покупка этих облигаций интересна и с кредитной точки зрения, принимая во внимание распространившиеся в последнее время слухи о вхождении Газпрома в состав аукционеров ТНК-ВР.

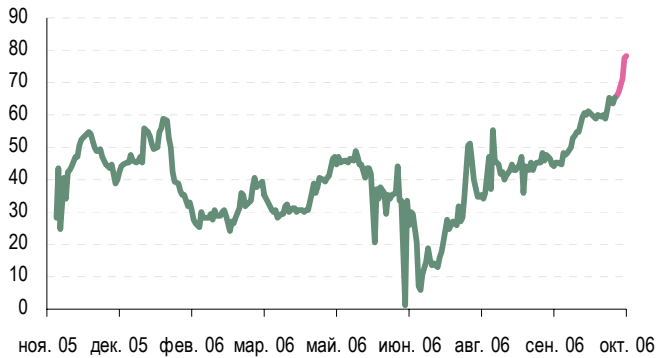
Облигации МТС становятся интересными

Появление информации о продаже МТС (главного актива АФК Система) немецкой компании Deutsche Telecom может существенно повысить привлекательность облигаций МТС. На текущий момент спрэд между облигациями МТС и Deutsche Telecom составляет почти 150 б. п. (рис. 3). По нашему мнению, спекулятивные покупки облигаций МТС могут привести к сокращению спреда вплоть до 100 б. п., что соответствует росту котировок облигаций МТС 10 и МТС 12 почти на 2 п. п. По нашему мнению, вероятность проведения сделки составляет менее 50%, поэтому мы рекомендуем фиксировать прибыль по облигациям МТС после первой атаки «быков».

Последствия сделки для облигаций АФК Система не очевидны. Первая реакция рынка может носить негативный характер. Мы рекомендуем покупать инструменты АФК Система по низким ценам в случае значительных продаж. Отметим также, что с середины июля спрэд между облигациями Система 11 и МТС 10 расширился с 10 б. п. до 80 б. п. (рис. 2).

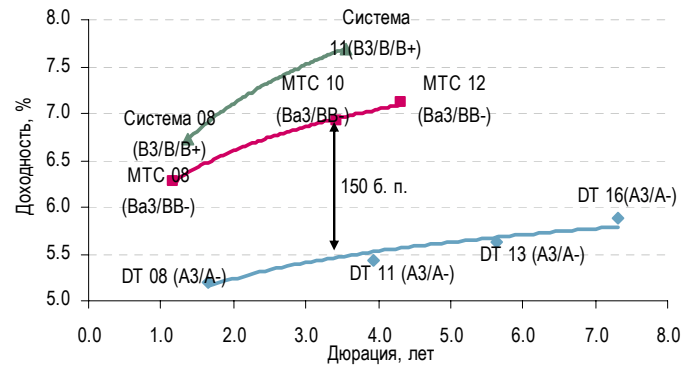
Из долговых обязательств телекоммуникационного сектора мы рекомендуем также выпуск ВымпелКом 16. На фоне уверенного спроса на облигации ВымпелКома и МТС со средней дюрацией длинный выпуск ВымпелКом 16 демонстрировал динамику хуже рынка. Потенциал снижения доходности облигаций ВымпелКома мы оцениваем в 20-25 б. п., что означает рост котировок выпуска более чем на 1 п. п.

Рисунок 2. Спрэд Система 11 – МТС 10, б. п.



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 3. Облигации МТС: потенциал роста



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Покупка Казаньоргсинтез 11 перспективна

Из инструментов производственных компаний существенный потенциал для роста котировок сохраняют облигации НКНХ 10/15 и Казаньоргсинтез 11. Поскольку еврооблигации нефтехимических компаний пока редкость на рынке, мы проводим сравнение по кредитным рейтингам. Спрэды к российской суверенной кривой еврооблигаций МТС, ЕвразХолдинга и МегаФона (рейтинги BB-) находятся в диапазоне 130-150 б. п., ТМК (рейтинги B+/B2) – около 230 б. п., Ситроникс (B-) – 250 б. п. На данном фоне спрэд облигаций НКНХ (рейтинги B+/B2, т. е. как у ТМК) на уровне 260 б. п. имеет потенциал к сужению.

Таблица 1. Зависимость спрэдов от кредитных рейтингов

	Рейтинг			Спрэд к российской суверенной кривой, б. п.
	Moody's	S&P	Fitch	
МТС	BB-	Ba3	NR	140
МегаФон	BB-	B1, «положительный»	BB	150
ЕвразХолдинг	BB-	B1, «положительный»	BB	130
НКНХ	NR	B2	B+	260
ТМК	B+, «негативный»	B2, «положительный»	NR	230
Ситроникс	NR	B3	B-	250

Источники: рейтинговые агентства, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Судя по сравнительному анализу финансовых показателей Казаньоргсинтеза и НКНХ, кредитное качество эмитентов вполне сопоставимо. Меньшая долговая нагрузка и большая финансовая гибкость НКНХ позволяет оценить финансовую устойчивость этой компании на чуть более высоком уровне. Мы оцениваем справедливый спрэд между Казаньоргсинтез 11 и НКНХ 10/15 на уровне 50 б. п. (см. наш отчет «Казаньоргсинтез 11: слишком широкий спрэд относительно Нижнекамскнефтехим 15» от 31 октября 2006 г.) Учитывая потенциал роста котировок НКНХ, доходность облигаций Казаньоргсинтез 11 может снизиться на 70-80 б. п.

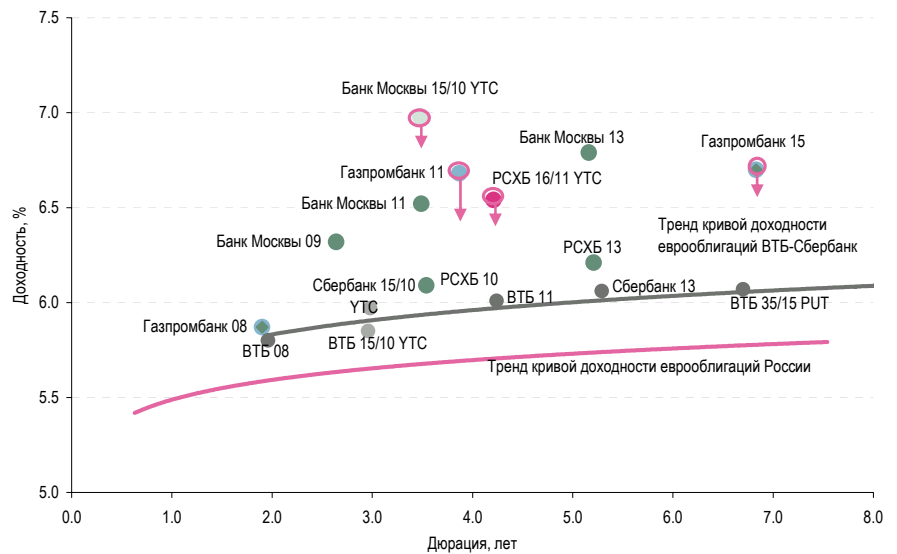
Заметный потенциал роста сохраняется и в выпуске ТМК 09. После размещения эти облигации демонстрируют динамику лучше рынка, однако их спрэд к сопоставимым по дюрации облигациям ЕвразХолдинг 09 составляет около 100 б. п. Между тем, различия в кредитном качестве этих эмитентов не столь значительны. На наш взгляд, спрэд между ТМК 09 и ЕвразХолдинг 09 в ближайшее время может установиться на уровне 50 б. п.

Субординированные квазисуверенные облигации – отличное сочетание кредитного риска и доходности

Помимо менее ликвидных корпоративных еврооблигаций вторая волна спроса должна затронуть и сегмент банковских облигаций. В последние месяцы инвесторы обращают меньше внимания на обращающиеся на вторичном рынке банковские выпуски ввиду значительного объема первичного предложения, которое возрастает в периоды улучшения рыночной конъюнктуры. Между тем и в сегменте банковских облигаций существует достаточное количество интересных инвестиционных возможностей. В данном отчете мы обращаем внимание на перспективные выпуски в сегменте банковских эмитентов, обладающих квазисуверенным статусом. Торговые стратегии по облигациям частных банков мы рассмотрим в отдельном обзоре.

Из облигаций банков, имеющих инвестиционный кредитный рейтинг, мы выделяем субординированные выпуски. Такие выпуски как РСХБ 16/11 (Baa1/-/BBB), Банк Москвы 15/10 (Baa1/-/BBB-), Газпромбанк 11 (Baa1/BB-/-) торгуются с премией к обычным (не субординированным) облигациям соответствующих эмитентов на уровне 40-50 б. п., что скорее характерно для облигаций со спекулятивным рейтингом. Вместе с тем, инвесторы не делают различий между субординированными и обычными (unsecured) облигациями Сбербанка и ВТБ, которые торгуются на одной кривой доходности. Мы оцениваем справедливое значение премии за субординацию для облигаций РСХБ 16/11, Банк Москвы 15/10, Газпромбанк 11 на уровне 30 б. п.

Рисунок 4. Еврооблигации Газпромбанка недооценены



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

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
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Аналитики

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

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

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

Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

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
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
Владислав Носик

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян
Ooganian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

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

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

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

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 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