

## Инвестиционная стратегия Свежий взгляд на еврооблигации

- В начале года отдельные участники развивающихся рынков облигаций начали фиксировать прибыль. Этому способствовали неблагоприятные новости в нескольких сегментах рынка, падение цен на нефть, а также ожидания жестких комментариев представителей ФРС США относительно инфляции. Тем не менее, мы считаем, что в ближайшие несколько месяцев аппетит инвесторов к риску будет оставаться высоким.
- Мы рекомендуем инвесторам сформировать портфель из еврооблигаций российских банков, а именно тех, которые представляют наибольший интерес как объекты приобретения для иностранных финансовых организаций. При этом структура портфеля должна отражать вероятность приобретения и потенциал роста котировок. Мы предлагаем включить в него долговые обязательства банков в следующей пропорции: Промсвязьбанк 12 (40%), Росбанк 09 (25%), Абсолют Банк 09 (20%) и Сибкакадембанк 11 (15%).
- Еврооблигации российских банков по-прежнему недооценены относительно внешних долговых обязательств корпоративных эмитентов с аналогичными кредитными рейтингами. В частности, кривая доходности выпусков Альфа-Банк – МДМ-Банк предполагает премию в размере 60-70 б. п. относительно кривой доходности ЕвразХолдинг – Северсталь при сходных кредитных рейтингах эмитентов. На наш взгляд, привлекательные инвестиционные возможности предлагают субординированные выпуски Альфа-Банк 09 и МДМ-Банк 11.
- В начале года активизировался процесс фиксации прибыли, поэтому мы рекомендуем воспользоваться текущим снижением котировок еврооблигаций корпоративных эмитентов для выборочных покупок. Мы обращаем особое внимание на выпуски ВымпелКом 16, Система 11 и Ситроникс 08.
- Суверенные еврооблигации Украины вряд ли можно считать интересными инвестиционными возможностями, в отличие от выпусков квазисуверенных заемщиков. Среди последних мы отдаем предпочтение внешним долговым обязательствам Киева и принадлежащего государству Укрэксимбанка. Так, еврооблигации Укрэксимбанк 12 и Киев 15 торгуются с привлекательной премией к кривой доходности суверенных еврооблигаций Украины на уровне около 100 б. п. В банковском секторе мы рекомендуем еврооблигации Надра 09 и Альфа-Банк Украина 09.

События начала года – новости о планах национализации ряда предприятий в Венесуэле, введение Таиландом ограничений на участие иностранных инвесторов в капитале компаний, снижение цен на нефть, а также ожидания жестких комментариев представителей ФРС США относительно инфляции – способствовали тому, что отдельные участники развивающихся рынков облигаций начали фиксировать прибыль. Тем не менее, мы считаем, что в ближайшие несколько месяцев аппетит инвесторов к риску будет оставаться высоким, а значит, они будут стремиться найти новые возможности для вложений в инструменты с привлекательной доходностью. В данном отчете мы представляем ряд стратегий инвестирования в облигации российских и украинских эмитентов.

**1. Мы рекомендуем инвесторам сформировать портфель из еврооблигаций российских банков, в частности тех, которые являются наиболее привлекательными объектами приобретения для зарубежных финансовых организаций.**

Иностранные банки все активнее осуществляют приобретения в России, стремясь опередить конкурентов и закрепиться на быстро растущем рынке банковских услуг. В нашем отчете *«Покупка российских банков иностранцами: кто на очереди?»* от восьмого ноября 2006 г. приведены наиболее вероятные сценарии развития событий.

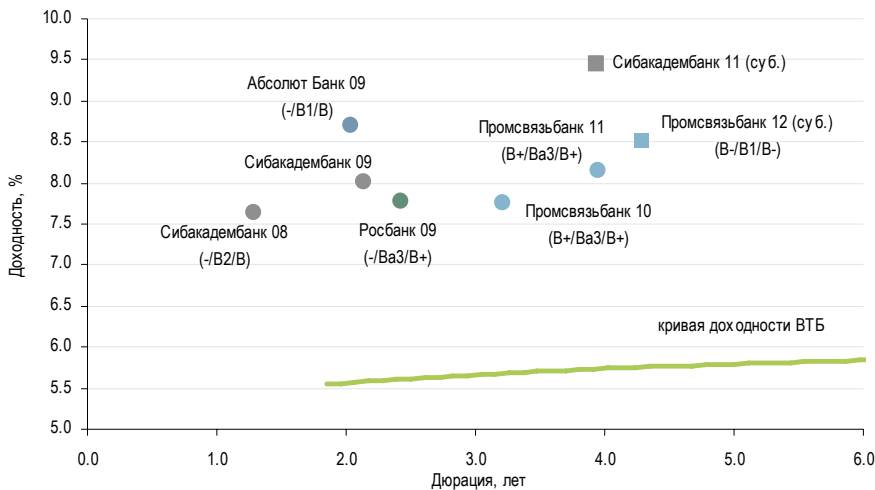
По нашему мнению, главными кандидатами на продажу в 2007 г. являются Абсолют Банк, Сибкакадембанк, Росбанк и Промсвязьбанк. Банковская группа Societe Generale уже входит в число собственников Росбанка и, скорее всего, увеличит свой пакет акций до контрольного до конца 2008 г. Дальнейшие перспективы участия Commerzbank AG в капитале Промсвязьбанка не столь ясны (на сегодняшний день Commerzbank AG принадлежит 15% акций); однако потенциал роста долговых обязательств этого эмитента остается высоким – возможное изменение структуры собственности в настоящее время почти не отражено в котировках. Что же касается Абсолют Банка и Сибкакадембанка, многое зависит от желания существующих акционеров продать свои акции.

Таким образом, мы рекомендуем сформировать портфель из облигаций указанных банков в пропорции, которая отражает вероятность приобретения банка иностранной финансовой организацией и потенциал роста котировок (рис. 1): Промсвязьбанк 12 (40%), Росбанк 09<sup>1</sup> (25%), Абсолют Банк 09 (20%) и Сибкакадембанк 11 (15%).

---

<sup>1</sup> Росбанк 09 – еврооблигации, деноминированные в рублях; учитываются в системе Euroclear

Рисунок 1. Российские банки – потенциальные объекты приобретения



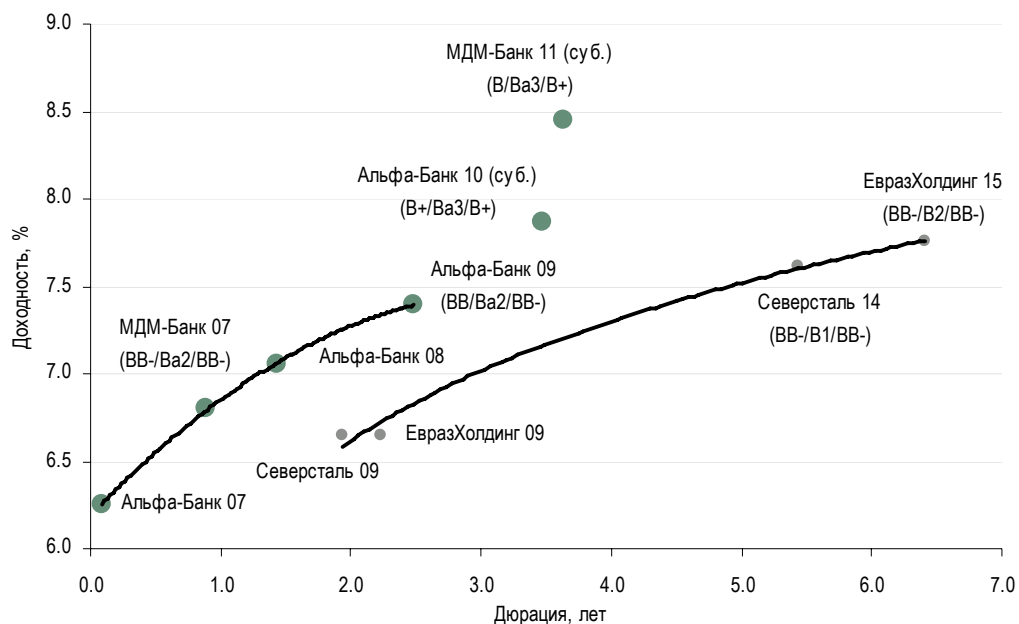
Источники: Bloomberg, Ренессанс Капитал

## 2. Еврооблигации российских банков по-прежнему недооценены относительно еврооблигаций корпоративных эмитентов с аналогичными кредитными рейтингами.

В частности, кривая доходности еврооблигаций Альфа-Банк – МДМ-Банк предполагает премию в размере 60-70 б. п. относительно кривой доходности ЕвразХолдинг – Северсталь при сходных кредитных рейтингах эмитентов. Мы полагаем, что эта премия может сократиться по мере роста спроса на высокодоходные активы. Потенциал сужения спредов мы оцениваем на уровне 30-40 б. п.

На наш взгляд, привлекательные инвестиционные возможности предлагают субординированные выпуски Альфа-Банк 09 и МДМ-Банк 11. При этом Альфа-Банк и МДМ-Банк сравнительно нечасто прибегают к привлечению заемного капитала на рынке долговых обязательств, а значит, их еврооблигации не испытывают ценового давления из-за избыточного предложения, как это происходит с обязательствами более активных заемщиков (рис. 2).

Рисунок 2. Еврооблигации российских банков и корпоративных эмитентов



Источники: Bloomberg, Ренессанс Капитал

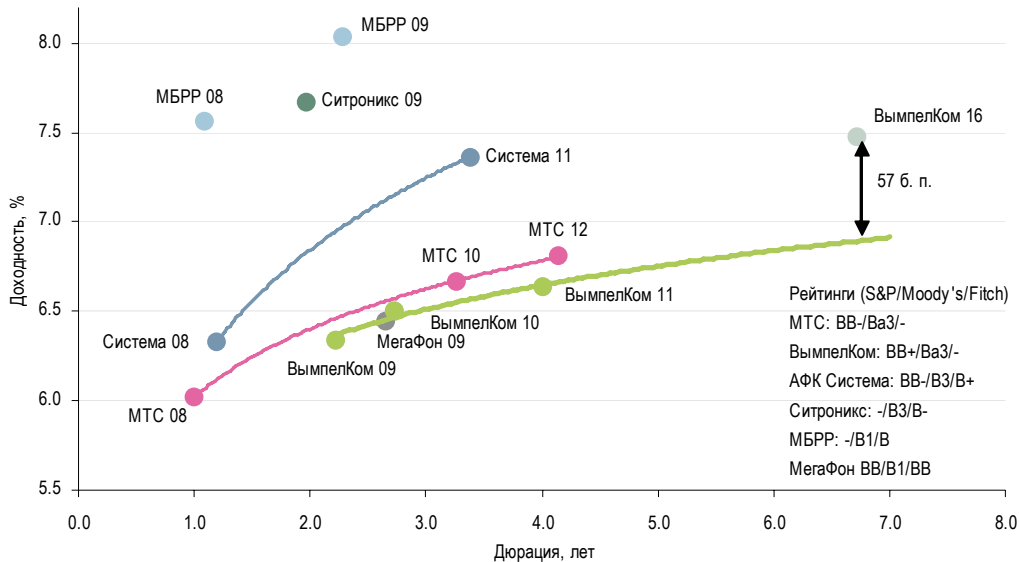
**3. В начале года активизировался процесс фиксации прибыли. Мы рекомендуем воспользоваться текущим снижением цен на внешние долговые обязательства корпоративных эмитентов для выборочных покупок – например, приобрести еврооблигации ВымпелКом 16.**

Продажи в выпуске ВымпелКом 16 способствовали снижению котировок с декабрьского максимума 105.562 до 104.562. В настоящий момент этот инструмент представляется нам недооцененным по сравнению с облигациями других телекоммуникационных компаний и торгуется с премией в размере почти 50 б. п. к кривой доходности МТС – ВымпелКом. Кроме того, кредитные рейтинги ВымпелКома и МТС по шкале агентства S&P различаются на две ступени, что, на наш взгляд, делает выпуск ВымпелКом 16 еще более привлекательным.

Еврооблигации Система 11 также весьма интересны: премия выпуска к кривой доходности МТС составляет около 70 б. п., тогда как аналогичная премия облигаций Система 08 равна 15 б. п.

МБРР и Ситроникс – основные дочерние компании АФК Система, и проспект эмиссии долговых обязательств АФК Система содержит условие о кросс-дефолте. По нашим оценкам, премии по еврооблигациям МБРР и Ситроникс относительно внешних долговых обязательств АФК Система не должны превышать 50 б. п. С учетом предстоящего IPO компании Ситроникс, объем которого может составить около USD 500 млн, выпуск Ситроникс 09 попадает в число наших фаворитов (рис. 3).

Рисунок 3. Еврооблигации телекоммуникационных компаний



Источники: Bloomberg, Ренессанс Капитал

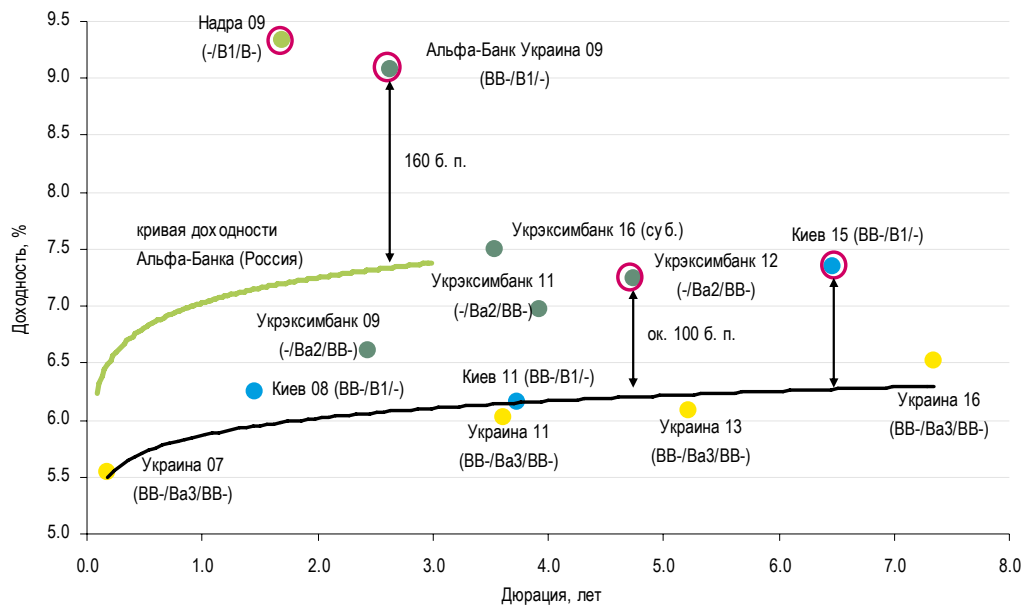
#### 4. Инвестиционные возможности на украинском рынке долговых обязательств

Суверенные еврооблигации Украины вряд ли можно отнести к привлекательным инвестиционным возможностям, в отличие от выпусков квазисуверенных заемщиков. Среди последних мы отдаем предпочтение внешним долговым обязательствам Киева и государственного Укрэксимбанка. В частности, еврооблигации Укрэксимбанк 12 и Киев 15 торгуются с существенной премией к кривой доходности суверенных еврооблигаций Украины – на уровне почти 100 б. п. По нашим оценкам, их потенциал роста составляет не менее 30 б. п.

Мы считаем, что банк Надра (кредитный рейтинг В1/В-), несмотря на не столь очевидные перспективы быстрого улучшения кредитного качества, – один из наиболее интересных объектов для поглощения на украинском рынке банковских услуг с точки зрения иностранных финансовых организаций. Еврооблигации банка с погашением в 2009 г. имеют весьма привлекательную доходность на уровне 9.00% и, на наш взгляд, обладают неплохим потенциалом роста.

Кроме того, еврооблигации Альфа-Банк Украина 09 торгуются с весьма существенной премией в 160 б. п. к кривой доходности выпусков Альфа-Банк Россия. Хотя Альфа-Банк Украина уже не является дочерним предприятием Альфа-Банка Россия, он может рассчитывать на его поддержку, поскольку оба финансовых института входят в состав одной банковской группы. Таким образом, справедливый спред между их еврооблигациями не должен превышать 70-80 б. п. (рис. 4).

Рисунок 4. Еврооблигации украинских эмитентов



Источники: Bloomberg, Ренессанс Капитал

# 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 могут 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

#### Аналитики

##### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748  
Давид 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  
Nzagvozdina@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  
Анастасия Головач  
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  
Vpantushin@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 Голеусова  
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

© 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