

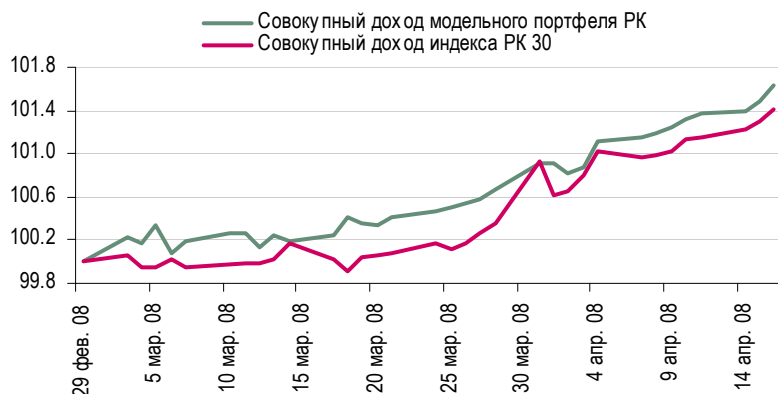
## Монитор модельного портфеля облигаций Ренессанс Капитала

- С момента начала формирования модельного портфеля облигаций Ренессанс Капитала (29 февраля) по 16 апреля его совокупный доход вырос на 1.63%, что составляет 12.67% годовых. За тот же период совокупный доход индекса РК 30 равен +1.40% (10.89% годовых). Прибыль модельного портфеля за первые полтора месяца составила 3.89 млн руб.
- Опасения участников рынка относительно возможного ухудшения ситуации с ликвидностью в период апрельских налоговых выплат, судя по всему, имеют краткосрочный характер. По нашему мнению, конъюнктура рынка рублевых облигаций в ближайшие несколько месяцев, скорее всего, будет определяться спросом на долговые инструменты со стороны институтов развития.
- Структура модельного портфеля до последнего времени была скорее защитной, со средней дюрацией долговых инструментов около 1 года. При благоприятном развитии ситуации мы будем постепенно увеличивать дюрацию портфеля, уделяя повышенное внимание долговым инструментам с рейтингами не ниже ВВ-/Вa3.
- Доля обязательств финансового сектора в портфеле за отчетный период сократилась с 40% до 31%, но по-прежнему остается высокой. Наибольший вклад в прибыль портфеля внесли выпуски ФК Еврокоммерц и Банка Русский Стандарт.
- Мы увеличили длинные позиции в сегментах облигаций энергетических и телекоммуникационных компаний, купив выпуски ОГК-5-1, ЮТК-5, АФК Система-1 и Уралсвязьинформ-8. В результате этих изменений доля обязательств операторов связи достигла 26%, а вес бумаг энергетического сегмента увеличился с 16% до 19%.

### Состав портфеля на 16 апреля 2008 г.

Наименование облигации	Объем, тыс. бумаг
<b>Финансовые</b>	
Банк Русский Стандарт-8	5
Банк Русский Стандарт-5	10
Банк Русский Стандарт-6	20
Еврокоммерц-5	20
АИЖК-10	20
<b>Энергетика</b>	
ТГК-10-2	30
ОГК-5-1	15
<b>Телекоммуникации</b>	
ЮТК-5	25
АФК Система-1	15
Уралсвязьинформ-8	20
<b>Металлургия</b>	
ТМК-3	30
<b>Производство продуктов питания</b>	
ВБД-3	25

Рисунок 1. Динамика совокупного дохода



Источник: Ренессанс Капитал

Рисунок 2. Структура модельного портфеля по секторам



Источник: Ренессанс Капитал

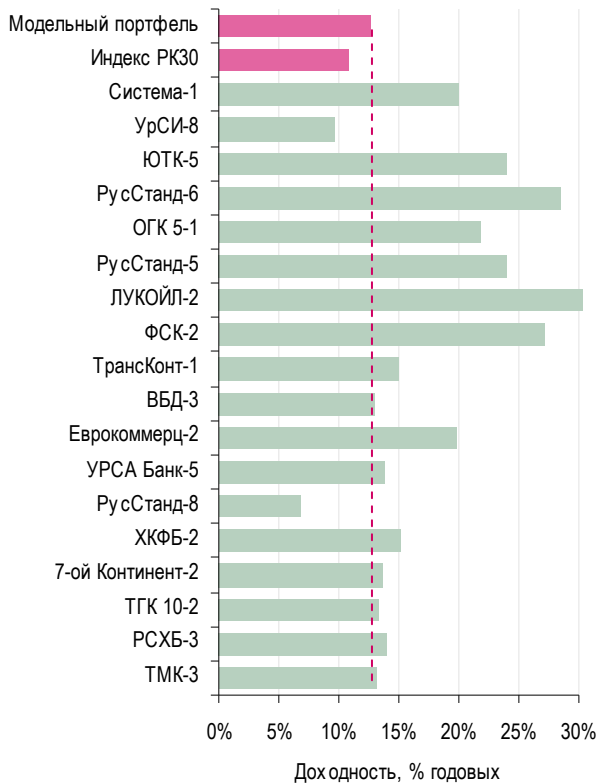
### Результаты управления портфелем в марте-апреле

С момента начала формирования модельного портфеля облигаций Ренессанс Капитала (29 февраля) до 16 апреля его совокупный доход вырос на 1.63%, что составляет 12.67% годовых. За тот же период совокупный доход индекса тридцати ликвидных облигаций, входящих в расчет индекса Ренессанс Капитала, равен +1.40% (10.89% годовых). Прибыль модельного портфеля за первые полтора месяца составила 3.89 млн руб.

По результатам управления портфелем за первые полтора месяца можно смело сказать, что ставка на краткосрочные облигации наиболее надежных с финансовой точки зрения эмитентов себя оправдала. Например, из приобретенных за этот период долговых инструментов динамику лучше рынка за счет роста котировок продемонстрировали низкодоходные облигации ЛУКОЙЛ-2 и ФСК-2. В то же время, вклад этих выпусков в прибыль портфеля оказался сравнительно небольшим из-за небольшого веса соответствующих позиций в портфеле (рис. 1).

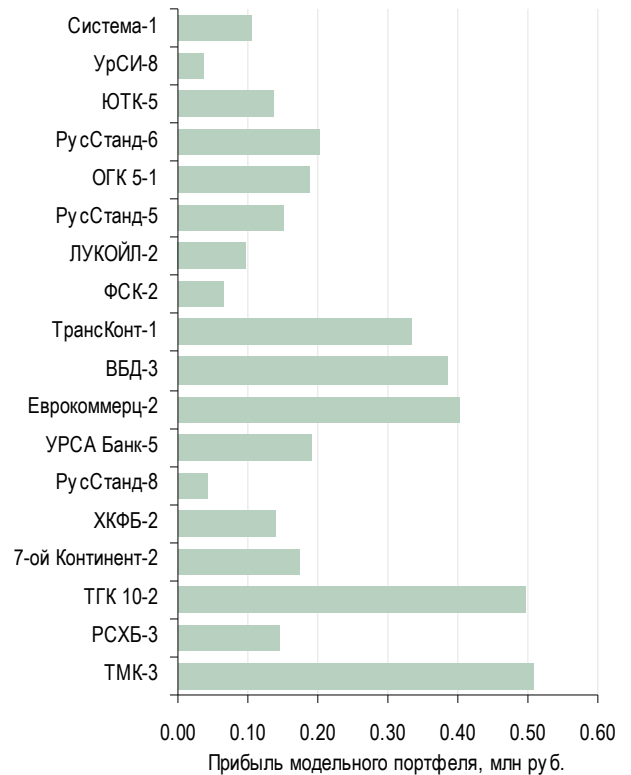
Больше всего заработать нам удалось на инструментах, купленных на аукционах первичных размещений или вскоре после начала торговли новыми выпусками на вторичном рынке. Существенный вклад в прибыль портфеля обеспечили Трансконтейнер-1, ВБД-3, ТГК-10-2. Удачными оказались и инвестиции в облигации ФК Еврокоммерц, чьи кредитные характеристики, на наш взгляд, остаются недооцененными участниками рынка. Облигации ТМК-3 также быстро восстановились после негативных рейтинговых действий в отношении эмитента и принесли отличный доход за последние несколько недель (рис. 2).

Рисунок 1. Динамика совокупного дохода



Источник: Ренессанс Капитал

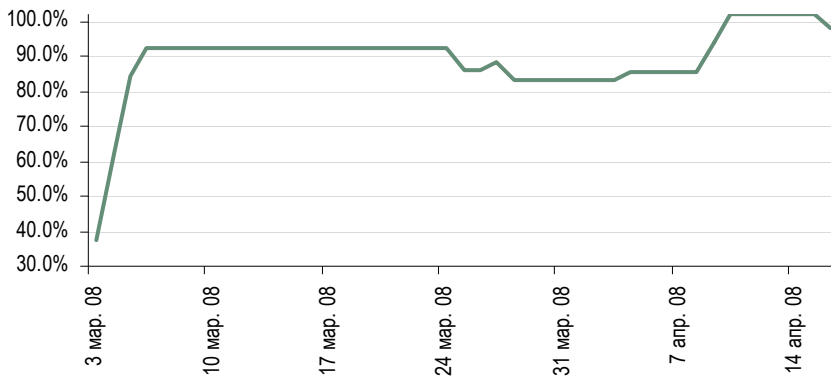
Рисунок 2. Динамика прибыли



Источник: Ренессанс Капитал

Возможно, результаты управления портфелем облигаций оказались бы еще более убедительными, если бы мы более активно заполняли лимит, выделенный для реализации проекта. Лимит оказался полностью использован только в начале апреля, тогда как в марте он был заполнен в среднем на 85-90% (рис 3).

Рисунок 3. Динамика заполнения лимита модельного портфеля



Источник: Ренессанс Капитал

### Новая стратегия модельного портфеля

Структура модельного портфеля до последнего времени была скорее защитной, дюрация портфеля вплоть до 15 апреля составляла 1.16 года. В первые полтора месяца стратегия по приобретению краткосрочных долговых инструментов себя оправдывала. Оживление на рынке рублевых облигаций началось с этого сегмента, и именно выпуски с невысокой дюрацией максимально позитивно отреагировали на улучшение ситуации с ликвидностью и снижение коротких ставок NDF в марте-апреле на 50-70 б. п. В сегменте долгосрочных инструментов инвестиционная активность до последнего времени оставалась низкой, и здесь преобладали интересы на продажу. На каком-то этапе наши опасения относительно сохранения позиций в выпусках со сравнительно высокой дюрацией выразились в необоснованной (как показала последующая динамика котировок) продаже выпуска УРСА Банк-5, дюрация которого составляет около 3 лет. Однако настроения участников рынка постепенно улучшаются, и вполне вероятно, что в ближайшие недели аппетит инвесторов к более долгосрочным инструментам возрастет.

Главная угроза для позитивных настроений инвесторов в рублевые облигации в текущих условиях – это предстоящие квартальные выплаты НДС, которые приведут к оттоку рублевой ликвидности свыше 300 млрд руб. Вместе с тем, значительный накопленный объем рублевой ликвидности на корреспондентских счетах и депозитах финансовых организаций в Банке России, возобновившиеся продажи долларов Банку России, а также мероприятия монетарных властей по поддержанию ликвидности банковской системы значительно снижают остроту проблемы. В частности, уверенность инвесторов существенно возросла, после того как Министерство финансов объявило первые аукционы по предоставлению ликвидности за счет свободных остатков бюджетных средств на счетах Федерального казначейства. Важно отметить, что бюджетные ресурсы предоставляются широкому кругу финансовых институтов: ключевым требованием к кредитному рейтингу (от ВВ-/Вa3) и уровню капитала (5 млрд руб.) удовлетворяет более 30 российских банков.

Таким образом, в настоящее время опасения участников рынка относительно возможного ухудшения ситуации с ликвидностью явно носят краткосрочный характер. В то же время, конъюнктура рынка рублевых облигаций в ближайшие несколько месяцев, скорее всего, будет определяться спросом на долговые инструменты со стороны институтов развития. Объем свободных средств Фонда содействия реформированию ЖКХ и Российской корпорации нанотехнологий, который может быть размещен на внутреннем рынке в ближайшие месяцы, по оценкам Минфина России, составляет около 300 млрд руб. Конечно, не все эти средства будут инвестированы в долговые инструменты. Часть средств, вероятно, будет размещена на депозитах в коммерческих банках, что поддержит ликвидность банковской системы. Тем не менее, существенный положительный эффект для рынка рублевых облигаций от инвестиций даже части средств институтов развития очевиден.

В соответствии с существующими нормативными документами, средства Фонда ЖКХ и Корпорации нанотехнологий на внутреннем рынке ценных бумаг могут быть инвестированы в ОФЗ или ГСО, региональные, корпоративные и банковские рублевые облигации, а также ипотечные долговые инструменты. Рейтинг негосударственных облигаций должен быть не ниже уровня ВВ-/Вa3, либо выпуск должен предусматривать государственную гарантию по основной сумме долга и/или купонным выплатам. Доля облигаций одного корпоративного или банковского эмитента в портфеле не должна превышать 20%. Объем инвестиций в конкретный выпуск ОФЗ не должен превышать 35% от находящихся в обращении ценных бумаг.

Для инвестирования средств в рублевые облигации требуется проведение конкурса и выбор управляющих компаний. Конкурс проводится правлением фондов в соответствии с действующим законодательством. Правление Фонда содействия развитию ЖКХ уже объявило конкурс, его результаты станут известны 21 мая. По итогам конкурса будет отобрано восемь-десять управляющих компаний, каждой из которых будет передано в управление не менее 1 млрд руб. Таким образом, реальную поддержку котировкам рублевых облигаций средства фондов институтов развития могут оказать уже во второй половине мая. Очевидно, что соответствующие активы начнут пользоваться повышенным спросом раньше. Если начало апрельского налогового периода сложится благоприятно и не приведет к слишком резкому росту ставок денежного рынка (до 8-10%), то вполне вероятно, что уже в конце апреля рынок рублевых облигаций ждет новая волна покупок.

Таким образом, в дальнейшем, по мере материализации вышеописанных тенденций на внутреннем рынке, мы планируем адаптировать структуру модельного портфеля. При благоприятном развитии ситуации мы будем постепенно увеличивать дюрацию портфеля, уделяя повышенное внимание долговым инструментам с рейтингами не ниже ВВ-/Вa3. В частности, в рамках новой стратегии мы пополнили портфель выпуском АИЖК-10, зафиксировав прибыль в облигациях Трансконтейнер-1 и Седьмой Континент-2, продемонстрировавших отличную динамику котировок. На наш взгляд, инструменты АИЖК являются одними из самых недооцененных в сегменте облигаций первого эшелона, и вполне вероятно, что в новых рыночных реалиях именно эти бумаги смогут продемонстрировать динамику лучше рынка. По итогам последних приобретений дюрация модельного портфеля возросла с 1.16 года до 1.57 года.

## Изменения в составе и структуре портфеля

В период с 6 марта по 16 апреля мы произвели изменения в портфеле облигаций, использовав 97.9% от выделенного нам лимита. Основные данные по нашим продажам и покупкам представлены в *табл. 1*.

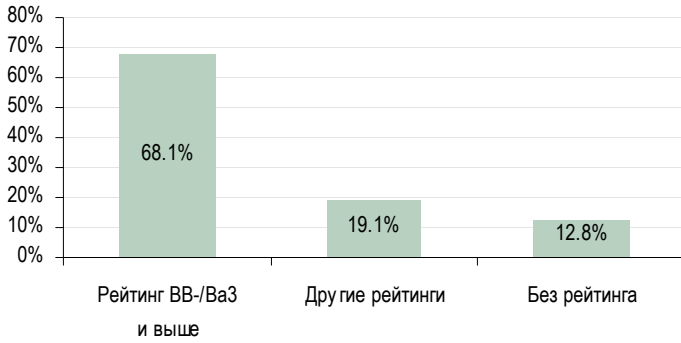
Таблица 1. Сделки по покупке облигаций в модельный портфель

Наименование облигации	Дата сделки	Цена сделки	Объем, тыс. бумаг	Листинг	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
Продажа за период с 6.03.2008 г. по 16.04.2008 г.					
ХКФ Банк-2	25.03.2008	96.80	15	A1	В+/Вa3/-
ЛУКОЙЛ-2	27.03.2008	99.80	10	A1	BBB-/Baa2/BBB-
ХКФ Банк-2	28.03.2008	97.01	5	A1	В+/Вa3/-
ФСК-2	28.03.2008	101.40	7	внесписочные	BBB/Baa2/-
РСХБ-3	04.04.2008	97.35	15	внесписочные	-/Baa2/BBB+
УРСА Банк-5	04.04.2008	91.75	20	A1	-/Вa3/В
Еврокоммерц-2	14.04.2008	99.30	20	В	-/В2/ -
Седьмой Континент-2	16.04.2008	98.20	10	A1	-
ТрансКонтейнер-1	16.04.2008	100.60	20	В	-
Покупка за период с 6.03.2008 г. по 16.04.2008 г.					
Банк Русский Стандарт-ОГК-5-1	25.03.2008	98.00	10	В	ВВ-/Вa2/ВВ-
ОГК-5-1	27.03.2008	98.00	15	A1	-/Вa3/ -
Банк Русский Стандарт-ЮТК-5	04.04.2008	96.00	20	внесписочные	ВВ-/Вa2/ВВ-
ЮТК-5	04.04.2008	95.90	5	A1	В-/В1/ -
АФК Система-1	04.04.2008	100.10	15	В	ВВ-/Вa3/ВВ-
Уралсвязьинформ-8	09.04.2008	100.00	20	внесписочные	ВВ-/В+
ЮТК-5	10.04.2008	96.20	20	A1	В-/В1/-
Еврокоммерц-5	14.04.2008	99.85	20	В	-/В2/-
АИЖК-10	16.04.2008	95.38	20	внесписочные	A3/ - / -

Источники: ММВБ, Ренессанс Капитал

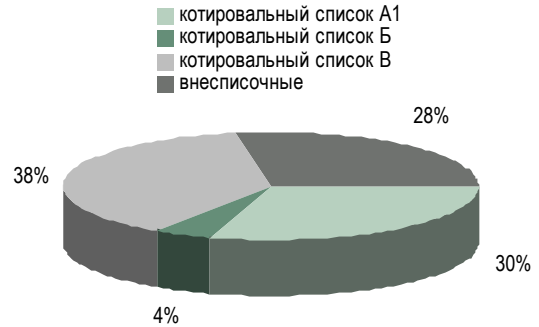
В текущей структуре модельного портфеля около 67% приходится на корпоративные облигации, а 31% – на долговые инструменты финансового сектора. Почти треть приобретенных в портфель облигаций (29.8%) входит в котировальный список ММВБ первого уровня.

Рисунок 4. Распределение облигаций модельного портфеля по рейтингам



Источник: Ренессанс Капитал

Рисунок 5. Структура модельного портфеля

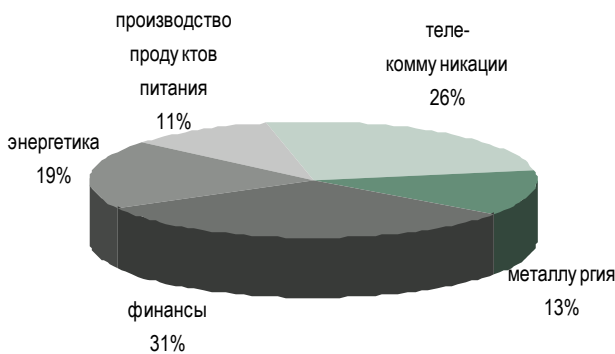


Источник: Ренессанс Капитал

Состав портфеля в разрезе секторов претерпел изменения. В преддверии новых размещений УРСА Банка и ХКФ Банка мы сократили позиции в соответствующих банковских облигациях. В то же время, мы увеличили длинные позиции в обязательствах Банка Русский Стандарт и пополнили портфель долгосрочным выпуском АИЖК-10. Кроме того, мы зафиксировали прибыль в выпуске Еврокоммерц-2, обменяв его на относительно более длинный выпуск Еврокоммерц-5. Мы также зафиксировали прибыль по облигациям РСХБ-3. В результате этих изменений доля инструментов финансового сектора в портфеле снизилась с 40% до 31%, но осталась на весьма высоком уровне.

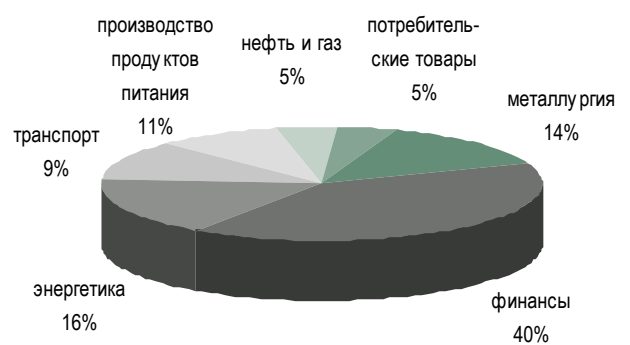
Из других корпоративных облигаций мы решили зафиксировать прибыль в выпусках ЛУКОЙЛ-2, ФСК-2 и Трансконтейнер-1, которые продемонстрировали очень хорошую динамику за отчетный период. Взамен мы увеличили длинные позиции в сегментах обязательств энергетических и телекоммуникационных компаний. На наш взгляд, эти сегменты рынка в 2008 г. будут одними из наиболее спокойных с точки зрения предложения новых долговых обязательств, что является их преимуществом. Мы приобрели облигации ОГК-5-1, ЮТК-5, АФК Система-1, и Уралсвязьинформ-8. В результате этих изменений доля облигаций операторов связи в портфеле достигла 25%, а вес инструментов энергетического сегмента увеличился с 16% до 19%.

Рисунок 6. Структура модельного портфеля в разрезе секторов на 16.04.2008



Источник: Ренессанс Капитал

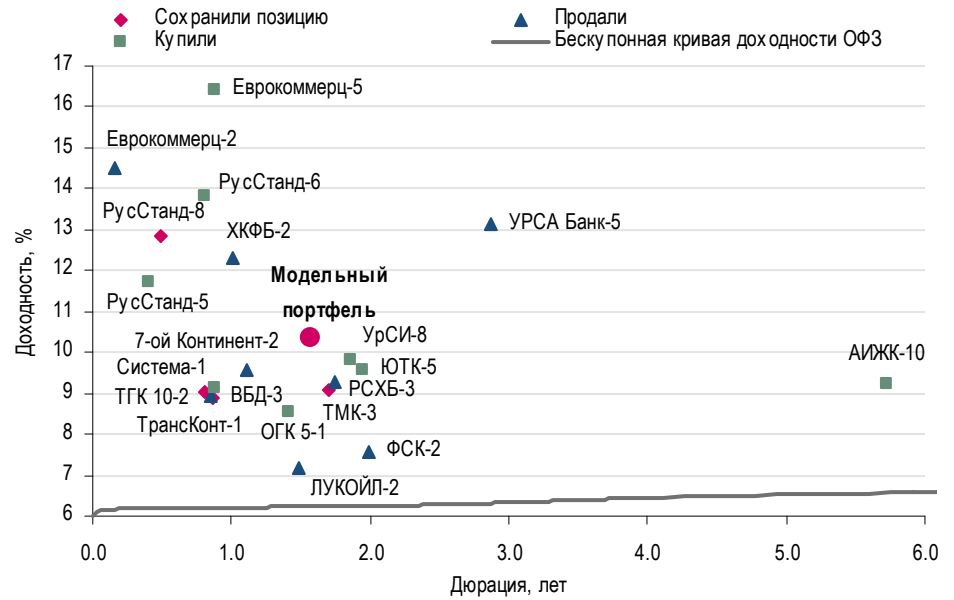
Рисунок 7. Структура модельного портфеля в разрезе секторов на 25.03.2008



Источник: Ренессанс Капитал

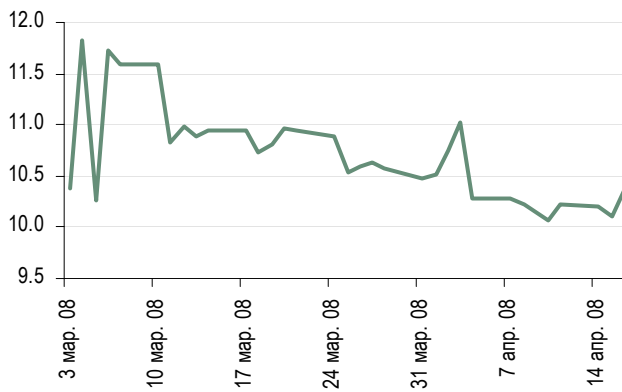
Дюрация сформированного модельного портфеля составила 1.57 года, доходность – около 10.37%. Распределение долговых обязательств модельного портфеля по доходности и дюрации представлено на рис. 8.

Рисунок 8. Карта доходности модельного портфеля по состоянию на 15 апреля 2008 г.



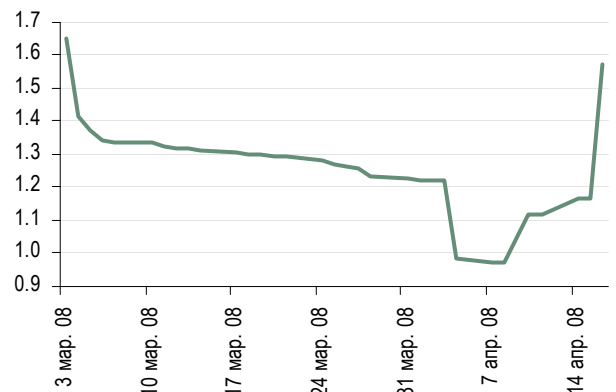
Источники: ММВБ, Ренессанс Капитал

Рисунок 9. Динамика доходности модельного портфеля



Источник: Ренессанс Капитал

Рисунок 10. Динамика дюрации модельного портфеля



Источник: 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 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

**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 Тилсиана

**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 Агеева

**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  
Джеффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко

**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  
Вадим Борохов  
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  
PGrshin@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 Сомервиль  
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