

Модельный портфель облигаций Ренессанс Капитала

- **Настоящий портфель облигаций.** Последние полгода были особенно сложными для инвесторов в долговые инструменты во всем мире, и кредитные спрэды продолжают расширяться. В этих условиях ответственность при принятии инвестиционных решений возрастает. Мы начинаем публикацию динамики совокупного дохода модельного портфеля облигаций Ренессанс Капитала. За каждым инвестиционным решением в рамках этого проекта будут стоять совершенно реальные прибыли или убытки – для его реализации компанией выделен лимит.
- **Параметры портфеля.** В модельный портфель включены рублевые облигации, торгующиеся на ММВБ. Размер портфеля – 240 млн руб.; коротких позиций не предусмотрено; транзакционные издержки составляют 0.05 п. п. от цены каждой сделки. Оценка эффективности динамики портфеля осуществляется путем сопоставления с индексами облигаций Ренессанс Капитала. Дата начала проекта – 29 февраля 2008 г.
- **Принципы формирования.** Мы считаем целесообразным сосредоточиться на долговых инструментах в тех сегментах, где переоценка кредитных рисков уже состоялась (мы уделяем основное внимание первичным размещениям и облигациям, по которым уже установлена новая ставка купона). Акцент в инвестициях мы сделали на бумаги, входящие в котировальный список ММВБ первого уровня. При приобретении в портфель высокодоходных облигаций мы будем отдавать предпочтение эмитентам финансового сектора.
- **Структура.** Портфель был сформирован в период с 29 февраля по 5 марта. На корпоративные облигации пришлось 54% лимита, 38% составили инструменты финансового сектора. Почти половина приобретенных в портфель облигаций входит в котировальный список А1 ММВБ. Более 60% долговых инструментов удовлетворяет критериям Ломбардного списка Банка России.
- **Динамика портфеля в марте.** В течение первых недель после формирования модельного портфеля он продемонстрировал неплохую динамику. С 29 февраля по 21 марта совокупный доход портфеля увеличился на 0.39 п. п., тогда как аналогичная динамика 30 ликвидных облигаций, входящих в расчет индекса Ренессанс Капитала, составила 0.06 п. п.
- **Лучшие и худшие.** Наибольший положительный вклад в динамику совокупного дохода модельного портфеля внесли корпоративные облигации, приобретенные на первичных размещениях – ВБД-3 и ТрансКонтейнер-1. Также оправдались наши ожидания относительно выпусков ТГК-10-2 и Еврокоммерц-2. Худшие результаты по итогам первых трех недель расчета портфеля показал выпуск ТМК-3.

Модельный портфель облигаций

Последние полгода были особенно сложными для инвесторов в долговые инструменты во всем мире. С развитием мирового финансового кризиса котировки большинства облигаций неуклонно снижаются, кредитные спреды достигают новых исторических максимумов. Негативные настроения преобладают и на рынке рублевых облигаций. Инвестиционная активность за последние месяцы заметно снизилась, резко сократился и объем первичных размещений.

В столь непростой рыночной ситуации мы решились на запуск довольно рискованного проекта. Мы понимаем, что в нынешних условиях ответственность за принятие инвестиционного решения многократно возрастает, и хотим разделить эту ответственность с нашими клиентами и контрагентами. Мы начинаем публикацию динамики совокупного дохода реального модельного портфеля облигаций Ренессанс Капитала. Мы назвали его реальным, поскольку за каждым инвестиционным решением, реализуемым в модельном портфеле, будут стоять совершенно реальные прибыли или убытки, т. е. на реализацию этого проекта компанией выделен лимит.

Мы надеемся, что наш новый продукт поможет участникам рынка преодолеть трудный период на рублевом рынке облигаций без серьезных потерь и будет способствовать принятию верных инвестиционных решений.

Параметры модельного портфеля

- **Размер модельного портфеля** – 240 млн руб.;
- **Ограничения на долю одного выпуска в портфеле** – 15% для корпоративных и банковских долговых обязательств, 35% для ОФЗ;
- **Наличие коротких позиций** – не предусмотрено;
- **Котировки заключаемых сделок** – как мы уже отметили, для реализации проекта «Модельный портфель» компания Ренессанс Капитал выделила реальный лимит. Соответственно, покупка или продажа долговых инструментов будет осуществляться по тем котировкам, которые сложились на момент операции в торговой системе ММВБ;
- **Переоценка портфеля** – производится ежедневно по средневзвешенным ценам сделок основного режима торгов ММВБ;
- **Транзакционные издержки** – цена каждой сделки учитывает комиссию в размере 0.05 п. п.;
- **Рассчитываемые параметры портфеля** – прибыль/убыток, совокупный доход, доходность, дюрация, текущая доходность;
- **Оценка динамики совокупного дохода** модельного портфеля – на основе сопоставления с индексами рынка рублевых облигаций Ренессанс Капитала. В качестве основного индикатора эффективности инвестиционных стратегий мы выбрали индекс Ренессанс Капитал 30, рассчитываемый по тридцати наиболее ликвидным выпускам рублевых облигаций, торгующимся на ММВБ. Ознакомиться с принципами расчета индекса можно в нашем отчете «*Перебалансировка индексов Ренессанс Капитала*» от 12 февраля 2007 г.
- **Начало формирования рублевого портфеля облигаций** – 29 февраля 2008 г.;
- **Освещение динамики портфеля** – информация о покупке или продаже облигаций будет публиковаться на следующий день после совершения сделки в утреннем «*Обзоре рынка долговых обязательств*». Специальные публикации по динамике модельного портфеля планируется осуществлять на ежемесячной основе.

Последние тенденции на рынке рублевых облигаций

Расширение кредитных спрэдов. С осени 2007 г. на рынке рублевых облигаций происходит рост доходностей и расширение кредитных спрэдов. На первом этапе продажи рублевых бумаг начались в связи с ухудшением ситуации на внешних рынках и массовым выходом иностранных инвесторов с рублевого рынка. В дальнейшем росту доходностей способствовал большой навес первичного предложения, крупные премии при размещениях новых заимствований (100-200 б. п.) и ожидания ухудшения ситуации с ликвидностью в марте-апреле.

Политика монетарных властей. Монетарные власти во главе с Банком России продолжают декларировать приоритетность задачи по поддержанию стабильности банковской системы. Для этого к апрелю планируется запустить механизм размещения временно свободных бюджетных средств на депозитах в коммерческих банках. Кроме того, ожидается включение в Ломбардный список Банка России муниципальных и ипотечных облигаций. При этом важно отметить, что Банк России не намерен в ближайшее время увеличивать нормативы обязательного резервирования. Таким образом, в ближайшие два месяца ужесточения денежно-кредитной политики, вероятно, не произойдет.

Тем не менее, неопределенность в политике монетарных властей на ближайшие три-шесть месяцев сохраняется. Существует серьезная угроза, что в рамках борьбы с инфляцией Банк России в течение года повысит ключевую ставку однодневного РЕПО на 50-75 б. п. (напомним, что в феврале регулятор уже повысил ставку РЕПО на 25 б. п.). При таком развитии ситуации риск роста доходностей инструментов первого эшелона еще на 50-75 б. п. до конца года сохраняется (более подробно о перспективах российской денежно-кредитной политики мы писали в отчете «*Стратегия после выборов*» от 11 марта 2008 г.).

Ситуация с ликвидностью в марте-апреле. Опасения относительно ухудшения ситуации с ликвидностью в марте-апреле могут оказаться преувеличенными. Объем остатков средств на корреспондентских счетах и депозитах, существенно пополнившийся за счет крупных продаж валюты Банку России за последние несколько дней, обеспечивает комфортный уровень ставок денежного рынка и РЕПО. При этом запаса ликвидности, на наш взгляд, достаточно, чтобы преодолеть мартовский период налоговых платежей без резкого всплеска ставок. Главным риском остается квартальная выплата НДС (21 апреля), в результате которой отток средств может превысить 300 млрд руб. Много зависит и от внешних факторов. Если ситуация на мировых финансовых рынках продолжит ухудшаться, проявления эффекта «бегства в качество» способны привести к новому массовому выходу инвесторов с российского рынка акций, что негативно скажется на ситуации с ликвидностью.

Инструменты финансового сектора. Одной из самых ярких тенденций последних шести месяцев является резкое и значительное расширение спрэдов облигаций эмитентов финансового сектора как к безрисковым кривым доходности, так и к доходности сопоставимых по кредитному качеству инструментов компаний из других отраслей. Эта тенденция затронула не только обязательства частных финансовых институтов, но и бумаги квазисуверенных заемщиков (ВТБ, Россельхозбанк, АИЖК). Мы видим две основных причины такой динамики:

- общемировое неприятие рисков финансового сектора, вызванное кризисом на рынке американских ипотечных облигаций;
- высокая потребность банков в новых заимствованиях для сохранения темпов роста бизнеса.

По нашему мнению, российская банковская система в значительной степени защищена от рисков, связанных с текущей ситуацией конъюнктурой мировых финансовых рынков. Уровень зависимости банков от иностранных источников финансирования относительно невелик, а объемы погашения внешнего долга, в 2008 г. не несут существенных рисков для ликвидности и рефинансирования банковской системы (более подробно наша позиция изложена в отчете «*Russian banking system: refinancing risks overestimated*» от 30 января 2008 г.).

Фактор поддержки. Существенным фактором поддержки для рынка рублевых облигаций в марте-апреле может стать приток средств в негосударственные пенсионные фонды (НПФ) из Пенсионного фонда России. Объем средств накопительной части трудовой пенсии, перечисляемый в НПФ в марте, может составить около 20-30 млрд руб. В соответствии с нормативными актами Российской Федерации, указанные средства могут быть инвестированы в долговые инструменты при условии наличия государственной гарантии либо включения облигаций в котировальный список высшего уровня. Соответственно, в ближайшие недели можно ожидать, что инструменты, входящие в котировальный список А1 ММВБ, продемонстрируют динамику лучше рынка.

Принципы формирования модельного портфеля

Принимая во внимание обозначенные тенденции, при формировании портфеля облигаций мы основываемся на следующих принципах:

- Целесообразно приобретать в портфель облигации тех эмитентов, переоценка кредитных рисков которых уже состоялась. Соответственно, предпочтение должно отдаваться либо первичным размещениям, либо долговым инструментам, по которым уже установлены новые ставки купонов. С учетом текущих рыночных реалий, дюрация большинства долговых инструментов будет около 1 года;
- При формировании модельного портфеля существенную долю должны занимать облигации, входящие в котировальный список ММВБ высшего уровня (А1);
- При приобретении в портфель высокодоходных облигаций мы будем стараться делать акцент на инструменты финансового сектора. Этот сегмент уже долгое время демонстрирует динамику хуже рынка, и текущие доходности целого ряда выпусков уже находятся на привлекательных уровнях. Наш выбор обусловлен также и высоким уровнем прозрачности российского банковского сектора (в отличие от подавляющего большинства заемщиков третьего эшелона) – существующая система отчетности позволяет контролировать ситуацию в этом сегменте рынка на ежемесячной основе.

Состав модельного портфеля

Итак, в период с 29 февраля по 5 марта мы сформировали портфель облигаций, заполнив 92.5% выделенного нам лимита. Основные данные по нашим покупкам представлены в *табл. 1*.

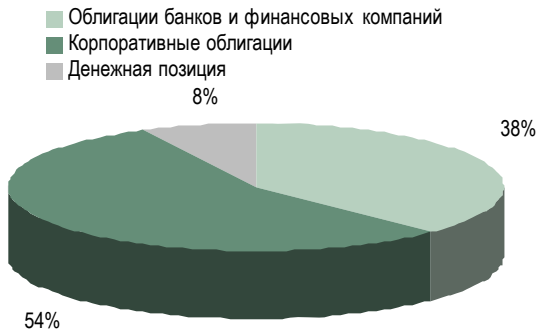
Таблица 1. Сделки по покупке облигаций в модельный портфель

	Дата сделки	Цена сделки	Объем, тыс. шт.	Листинг	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
ТМК-3	29.02.2008	100.50	5	A1	BB-/Ba3/ -
ТМК-3	03.03.2008	100.55	5	A1	BB-/Ba3/ -
ТМК-3	04.03.2008	100.70	20	A1	BB-/Ba3/ -
РСХБ-3	29.02.2008	97.08	15	внеспис.	-/Baa2/BBB+
ТГК-10-2	03.03.2008	100.20	30	B	-
Седьмой Континент	29.02.2008	97.47	10	A1	-
ХКФ Банк-2	04.03.2008	96.85	20	A1	B+/Ba3/ -
ХКФ Банк-2	05.03.2008	97.00	10	A1	B+/Ba3/ -
Банк Русский Стандарт-8	03.03.2008	98.15	5	внеспис.	BB-/Ba2/BB-
УРСА Банк-5	29.02.2008	91.75	20	A1	-/Ba3/B
Еврокоммерц-2	04.03.2008	98.35	20	B	-/B2/ -
ВБД-3	05.03.2008	100.00	25	B	BB-/Ba3/ -
Трансконтейнер-1	04.03.2008	100.00	20	B	-
ФСК-2	05.03.2008	100.98	7	внеспис.	BBB/Baa2/ -
ЛУКОЙЛ-2	05.03.2008	99.27	10	A1	BBB-/Baa2/BBB-

Источник: ММВБ, Ренессанс Капитал

На корпоративные облигации пришлось 54% лимита, 38% модельного портфеля составили инструменты финансового сектора. Почти половина приобретенных в портфель облигаций входит в котировальный список ММВБ первого уровня. Более 60% долговых обязательств удовлетворяет критериям Ломбардного списка Банка России, следовательно, под их залог можно довольно легко рефинансироваться.

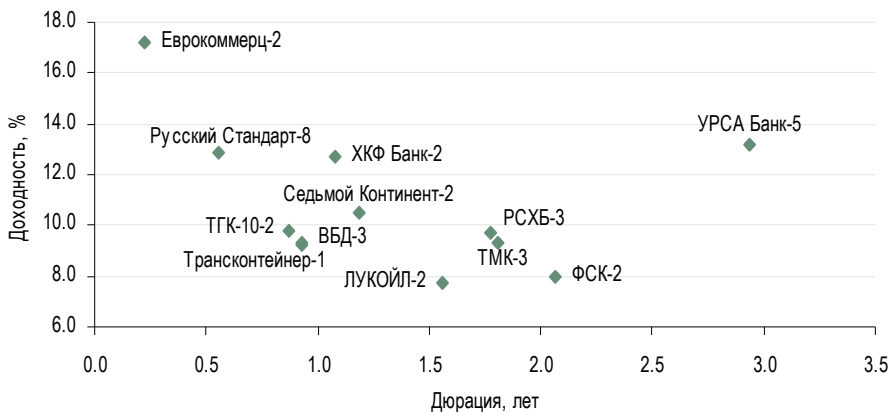
Рисунок 1. Структура модельного портфеля



Источник: Ренессанс Капитал

Дюрация сформированного модельного портфеля составила около 1.3 года, доходность – около 11.0%. Долговые инструменты, вошедшие в модельный портфель, довольно существенно варьируются по доходности – от 8.0% до 17.0%. Распределение долговых обязательств модельного портфеля по доходности и дюрации представлено на рис. 2.

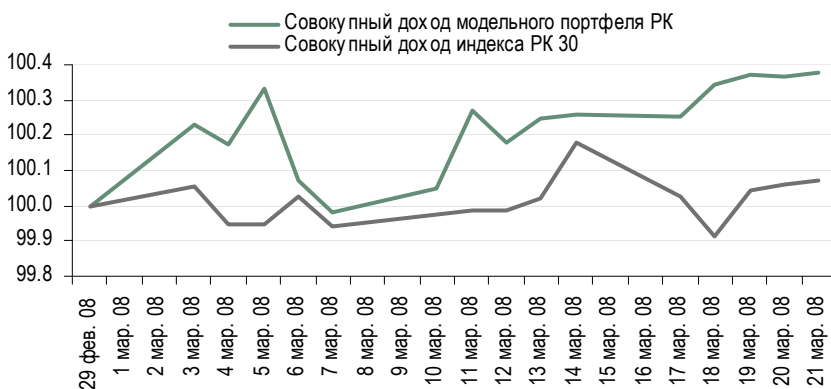
Рисунок 2. Карта доходности модельного портфеля по состоянию на 21 марта 2008 г.



Источник: ММВБ, Ренессанс Капитал

В первые недели после формирования модельного портфеля он показал неплохую динамику. С 29 февраля по 21 марта совокупный доход портфеля увеличился на 0.36 п. п., тогда как совокупная динамика тридцати ликвидных облигаций, входящих в расчет индекса Ренессанс Капитала, составила 0.06 п. п. (рис. 3.). Объем нерезализованной прибыли по портфелю за первые три недели составил 0.9 млн руб.

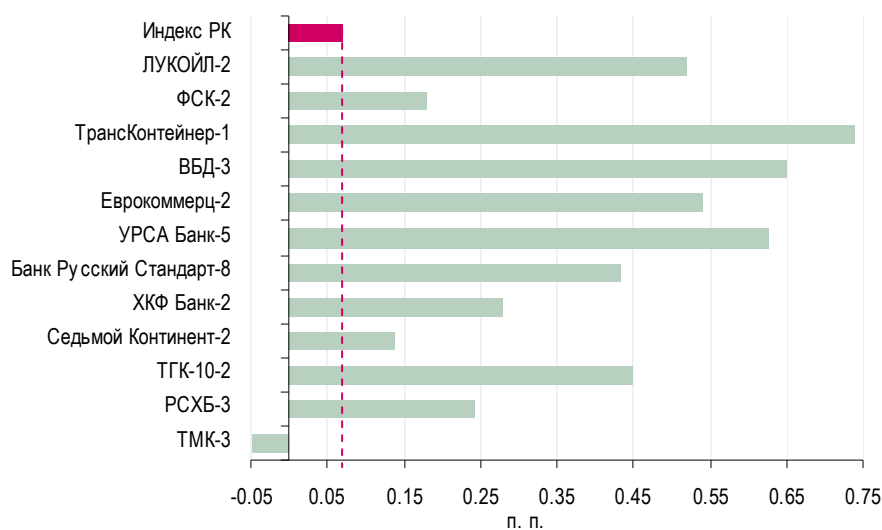
Рисунок 3. Динамика совокупного дохода модельного портфеля



Источник: Ренессанс Капитал

Наибольший положительный вклад в динамику совокупного дохода модельного портфеля внесли корпоративные облигации, приобретенные на первичных размещениях (ВБД-3 и ТрансКонтейнер-1), которые показали пусть и незначительную, но позитивную динамику котировок. Также оправдались наши ожидания и в отношении выпуска ТГК-10-2. Опережающая динамика совокупного дохода облигаций Еврокоммерц-2 объясняется в первую очередь высокой ставкой купона. Худшие результаты по итогам первых трех недель расчета модельного портфеля продемонстрировал выпуск ТМК-3, что связано с изменением прогноза по рейтингам эмитента на «негативный» агентствами S&P и Moody's. Мы не считаем рейтинговые действия в отношении эмитента оправданными и ожидаем, что в дальнейшем котировки этих облигаций восстановятся.

Рисунок 4. Совокупный доход модельного портфеля по отдельным выпускам на 21 марта 2008 г.



Источник: Ренессанс Капитал

Комментарии по составу модельного портфеля

ХКФ Банк-2 (30 тыс. бумаг), Банк Русский Стандарт-8 (5 тыс. бумаг). Мы неоднократно отмечали, что сектор потребительского кредитования, на наш взгляд, является одним из самых привлекательных с точки зрения соотношения риска и доходности. Несмотря на давление со стороны регуляторов, которое привело к отмене комиссий и снижению эффективных ставок в данном бизнесе, мы считаем, что лидеры рынка способны сохранить высокую доходность. Мы также ожидаем, что темпы роста рынка потребительских кредитов в текущем году снизятся, что ослабит давление на цены облигаций со стороны первичного рынка.

Мы не ожидаем, что в течение первого полугодия Банк Русский Стандарт и ХКФ Банк выйдут на рынок с новым предложением своих облигаций: рост кредитных портфелей в первые шесть месяцев года, как правило, относительно невысок, а потребности в рефинансировании текущих долгов банки могут покрыть за счет других источников. В связи с этим мы включили облигации Банка Русский Стандарт и ХКФ Банка в модельный портфель. Доля выпуска Банк Русский Стандарт-8 оказалась относительно невысокой из-за неопределенности относительно того, насколько гладко пройдет исполнение оферты по обязательствам Банк Русский Стандарт-7 четвертого апреля. Ставка купона по этому выпуску на очередной период установлена в размере 12.20%, что, на наш взгляд, соответствует справедливым рыночным уровням. Вместе с тем, существует вероятность, что в случае предъявления к оферте большого объема облигаций, эмитент будет стремиться вернуть их на рынок с существенной премией.

УРСА Банк-5 (20 тыс. бумаг). Как и для всех банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, для УРСА Банка характерна высокая зависимость от «оптовых» источников финансирования. Именно с этим мы связываем динамику хуже рынка, которую демонстрировали рублевые бумаги данного эмитента в течение последних трех месяцев.

В ежедневных обзорах мы отмечали, что в четвертом квартале 2007 г. в своей стратегии привлечения ресурсов банк увеличил акцент на розничные депозиты, и, судя по данным отчетности по РСБУ, эта стратегия уже принесла существенные успехи. Поскольку потребности УРСА Банка в рефинансировании в текущем году относительно невысоки, мы полагаем, что банк не будет выходить на рынок с новым предложением долга до тех пор, пока доходности не вернуться на комфортные уровни. Текущая доходность бумаг УРСА Банка (13.0%) представляется нам завышенной, особенно с учетом того, что выпуски эмитента присутствуют в Ломбардном списке Банка России и котировальном списке А1 ММВБ.

Еврокоммерц-2 (20 тыс. бумаг). Факторинговая компания Еврокоммерц – лидер российского рынка факторинговых услуг. Модель бизнеса компании во многом схожа с бизнесом банков, специализирующихся на потребительском кредитовании:

- фондирование осуществляется полностью за счет «оптовых» источников: выпуска ценных бумаг, банковских кредитов и секьюритизации активов;
- очень высокая доходность операций (эффективная ставка 30-35% годовых) позволяет платить высокую премию по рыночным заимствованиям;
- активы компании (факторинговые авансы) имеют очень короткую дюрацию и поэтому пригодны для секьюритизации даже в текущих неблагоприятных условиях на финансовых рынках.

Доходность облигаций компании Еврокоммерц резко выросла в декабре 2007 г. (с 11.0% до 16-17%), что, по нашему мнению, связано с ликвидацией позиций иностранных участников рынка. Риск нового предложения долга остается высоким, но, на наш взгляд, он учтен в спредах облигаций. Мы сохраняем фундаментально позитивный взгляд на кредитный профиль компании Еврокоммерц и включаем ее облигации в модельный портфель.

ТГК-10-2 (30 тыс. бумаг). Новый выпуск облигаций ТГК-10 был размещен в феврале с очень значительной премией к доходности первого выпуска на вторичном рынке. Данная сделка вызвала масштабную переоценку кредитного риска всех облигаций электроэнергетической отрасли. На наш взгляд, такая переоценка не имеет под собой достаточных фундаментальных оснований, так как долговая нагрузка большинства генерирующих компаний, представленных на рынке облигаций, в течение ближайших 12-24 месяцев не будет существенно расти, а инвестиционные программы будут финансироваться в основном за счет средств от допэмиссии акций.

28 февраля РАО ЕЭС объявило, что финский концерн Fortum стал победителем тендера на покупку акций ТГК-10. Таким образом, генерирующая компания перешла под контроль акционера, имеющего рейтинг инвестиционного уровня. Мы считаем, что данное событие, а также получение значительного объема финансирования в виде акционерного капитала являются важными позитивными факторами, которые пока не учтены в кредитных спредах облигаций ТГК-10.

ТМК-3 (30 тыс. бумаг). После оферты в феврале ТМК установила новую ставку купона по третьему выпуску рублевых облигаций на уровне 9.60%. Мы оцениваем кредитное качество крупнейшего российского производителя труб как очень высокое и считаем, что установленная ставка купона содержит очень значительную премию за неблагоприятную конъюнктуру на долговом рынке. Мы не ожидаем, что опубликованные недавно негативные прогнозы финансовых результатов за 2007 г. вызовут существенную реакцию котировок

выпуска (см. «Обзор рынка долговых обязательств» от шестого марта 2008 г.). Мы также считаем, что решение агентств S&P и Moody's изменить на «негативный» прогнозы рейтингов ТМК является слишком резким шагом и не учитывает планы ТМК профинансировать приобретение активов за счет привлечения акционерного капитала.

ТрансКонтейнер (20 тыс. бумаг). Нам импонирует как собственный кредитный профиль ТрансКонтейнера (по итогам 2007 г. выручка составила порядка USD530 млн, рентабельность – более 30%, долг практически отсутствовал и останется невысоким и в 2008 г.), так и структура акционеров компании (85% акций принадлежит РЖД, имеющей кредитный рейтинг инвестиционного уровня; результаты ТрансКонтейнера консолидируются в отчетности монополии). Приобретение облигаций ТрансКонтейнера в модельный портфель, на наш взгляд, является удачным решением. В настоящее время выпуск торгуется с премией к кривой доходности РЖД на уровне 250 б. п., и мы считаем, что этот показатель имеет вполне реальный потенциал сужения на 50-100 б. п.

ЛУКОЙЛ-2 (10 тыс. бумаг). Мы включили этот выпуск в модельный портфель, руководствуясь соображениями его высокой ликвидности, присутствия в котировальном списке А1 и подходящей дюрации. Кроме того, премия облигаций ЛУКОЙЛ-2 к кривой доходности Газпрома на уровне 50 б. п. показалась нам привлекательной.

ВБД-3 (25 тыс. бумаг). На наш взгляд, выпуск ВБД-3 предлагает интересное соотношение кредитного качества и доходности. ВБД – крупнейший и наиболее эффективный производитель молочной продукции, соков и детского питания в России с прогнозируемым объемом выручки в 2007 г. на уровне USD2.4 млрд и рентабельностью около 13.0%. Долговая нагрузка эмитента остается на весьма консервативном уровне, и показатель Долг/ЕБИТДА не превышает 2. На наш взгляд, стремление правительства России жестче контролировать цены на отдельные виды продуктов питания не должно оказать существенного негативного влияния на финансовые показатели ВБД, так как компания стремится перекладывать растущие издержки на потребителей.

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
Уиллфред 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 Тилсина

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
DWWeaving@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
Уиллфред 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
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 Сомервиль
Лорен Мэнди

ООО «Ренессанс Брокер», 125009, Москва, Вознесенский пер., 22

© 2008 ООО «Ренессанс Брокер» (далее «РБ»). Все права защищены. Лицензия ФСФР России на осуществление брокерской, дилерской и депозитарной деятельности №177-06459-100000 от 07 марта 2003, №177-06464-010000 от 07 марта 2003, №177-06471-000100 от 07 марта 2003; Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами №177-08974-001000 от 03 марта 2006.

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РБ 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. РБ 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.

Дополнительную информацию о деятельности компании можно узнать на сайте www.rencap.com.