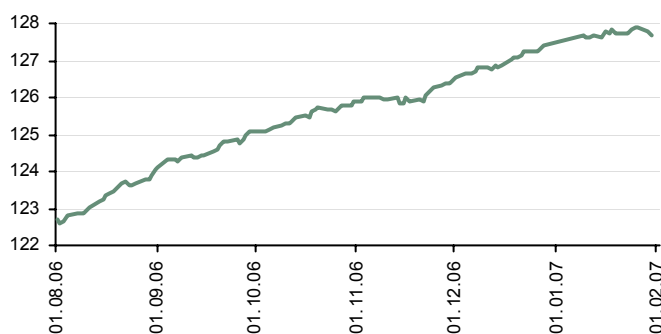


Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- В период с 20 декабря 2006 г. по 30 января 2007 г. динамика рублевых облигаций превосходила динамику рынка внешних обязательств. В результате премия ликвидных рублевых выпусков к доходности соответствующих еврооблигаций снизилась, а для некоторых инструментов даже превратилась в небольшой дисконт.
- Кривая NDF сместилась параллельно вверх, поэтому стоимость хеджирования осталась практически неизменной.
- Ликвидные рублевые облигации таких эмитентов как Газпром, ВТБ и РСХБ по-прежнему оценены справедливо относительно их внешних обязательств. Недавно размещенные выпуски Газпром-7 и Газпром-8 также не предполагают арбитраж.
- Облигации ТМК-3, которые мы рекомендовали в рамках пассивной стратегии инвестирования в декабре, приблизились к справедливой стоимости относительно выпуска ТМК 09 (размер премии уменьшился с 51 б. п. до 37 б. п.).
- Несмотря на впечатляющую динамику котировок, мы по-прежнему рекомендуем к покупке облигации ХКФ Банк-4: премия этого выпуска к валютным обязательствам составляет 96 б. п., тогда как индикатор ликвидности в четвертом квартале 2006 г. был равен 57.30 б. п. (т. е. выпуск входит в группу облигаций с чрезвычайно высокой ликвидностью).

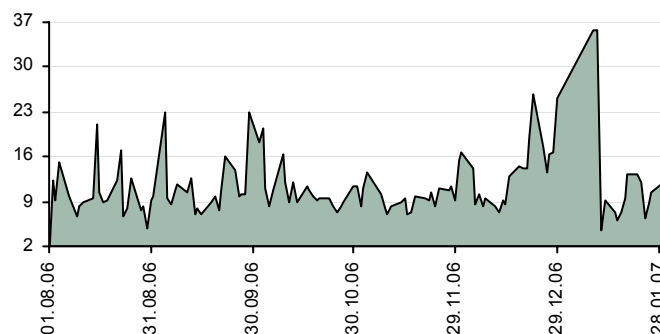
Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	421.40	-36.7%	18.4%	23.9%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	92.30	78.5%	-53.4%	181.4%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	9.30	-70.6%	-85.4%	-128.4%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	266.50	0.0%	6.3%	41.6%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	3.00	0.0	0.5	-1.0
Официальный курс USD/RUB	26.55	0.8%	-1.2%	-5.5%
Официальный курс EUR/RUB	34.38	-0.9%	0.8%	0.7%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.28	-14.5%	57.6%	17.8%

Рисунок 1. Индекс РК по корпоративным и муниципальным рублевым облигациям



Источники: ММРБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Объем торгов (с учетом сделок в РПС) рублевыми долговыми инструментами на ММББ, млрд руб.



Источники: ММРБ, оценка Ренессанс Капитала

Рублевые облигации: более благоприятная динамика

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 30 января 2007 г.

Облигации	Погашение/Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая доходность	Долларовая доходность	Стоимость хеджирования, б. п.	Валютная доходность*	Премия к еврооблигациям, б. п.	Транзакционные издержки, б. п..	Валютная доходность на практике**
ВТБ-4	22.03.07	0.14	99.98	6.68%	6.73%	-5	6.42%	н/д	27	6.45%
ВТБ-5	26.04.07	0.24	100.00	6.34%	6.42%	-8	6.23%	н/д	24	6.23%
ВТБ-6	18.07.07	0.46	100.42	5.69%	5.76%	-7	5.63%	н/д	20	5.63%
ВТБ 09	13.04.09	2.04	101.40	6.40%	5.60%	80	5.53%	-28	15	4.82%
Газпром-5	09.10.07	0.67	101.13	5.95%	5.95%	0	5.87%	31	20	5.85%
Газпром-6	06.08.09	2.28	100.45	6.87%	5.97%	90	5.89%	1	15	5.43%
Газпром-7	29.10.09	2.47	100.10	6.86%	5.90%	96	5.81%	-9	15	5.53%
Газпром-4	10.02.10	2.66	103.82	6.92%	5.91%	101	5.84%	-8	14	4.95%
Газпром-8	27.10.11	4.05	99.89	7.15%	5.69%	146	5.61%	-44	13	5.28%
Импексбанк-2	25.04.07	0.22	100.13	6.97%	7.04%	-8	6.88%	111	25	6.89%
Импексбанк-3	16.05.07	0.28	100.50	7.49%	7.56%	-8	7.31%	154	23	7.36%
МегаФон-2	11.04.07	0.19	100.10	8.81%	8.89%	-8	8.64%	н/д	26	8.66%
МегаФон-3	15.04.08	1.14	102.50	7.16%	6.88%	28	6.78%	н/д	16	6.50%
РСХБ-1	04.06.08	1.28	100.25	7.19%	6.83%	35	6.73%	н/д	16	6.58%
РСХБ-2	16.02.11	3.46	101.59	7.60%	6.36%	124	6.27%	21	8	5.42%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.12	99.83	9.17%	9.20%	-3	8.69%	191	28	8.75%
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.54	99.95	8.65%	8.70%	-4	8.52%	144	20	8.46%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.03	99.71	8.70%	8.50%	21	8.31%	88	16	7.90%
Северсталь	28.06.07	0.41	100.55	6.80%	6.88%	-7	6.75%	н/д	21	6.76%
ТМК-2	27.03.07	0.15	100.52	6.65%	6.72%	-6	6.45%	н/д	27	6.46%
ТМК-3	19.02.08	1.00	100.45	7.64%	7.46%	18	7.36%	н/д	16	6.90%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.29	100.19	7.90%	7.98%	-8	7.71%	н/д	23	7.19%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.14	100.04	8.16%	8.22%	-5	7.86%	н/д	28	7.89%
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.59	100.71	9.84%	9.27%	57	9.06%	96	16	8.69%

* Валютная доходность получена на базе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

** «Валютная доходность на практике» получена при хеджировании сразу всех рублевых выплат по облигации одним контрактом NDF с датой исполнения сразу после погашения/оферты выпуска, тогда как при расчете просто «валютной доходности» каждый платеж хеджировался отдельным контрактом NDF.

н/д – из-за существенного различия в дюрации между рублевыми облигациями и еврооблигациями премия к рынку внешних долговых обязательств не рассчитывается (см. описание методологии в отчете от четвертого августа 2005 г.).

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

На рынке валютных облигаций с 20 декабря 2006 г. по 30 января 2007 г. преобладало снижение котировок, тогда как цены анализируемых нами рублевых обязательств оставались на высоком уровне, и их изменение составило не более 0.15 п. п.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций с 20 декабря 2006 г. по 30 января 2007 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
ВТБ 08	11.12.08	1.77	101.86	-0.47	5.80%	20
ВТБ 11	12.10.11	3.99	106.30	-0.87	5.94%	18
Газпром 07	25.04.07	0.24	100.80	-0.28	5.47%	-27
Газпром 13-2	22.07.13	2.47	99.34	-0.77	5.90%	32
Газпром 13	01.03.13	4.70	117.66	-2.36	6.10%	37
Импексбанк 07	29.06.07	0.41	101.27	-0.16	5.77%	-34
МегаФон 09	10.12.09	2.59	103.50	-0.76	6.63%	23
РСХБ 10	29.11.10	3.40	102.78	-0.69	6.05%	17
РСХБ 13	16.05.13	5.14	104.96	-1.14	6.21%	20
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.21	100.34	0.06	6.84%	-81
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	0.64	100.39	0.31	7.16%	-51
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.17	100.66	0.38	7.53%	-35
Северсталь 09	24.02.09	1.87	103.46	-0.51	6.79%	18
Северсталь 14	19.04.14	5.37	107.71	-1.48	7.83%	24
ТМК 09	29.09.09	2.38	103.59	-0.28	6.99%	6
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	0.95	101.21	0.21	7.85%	-30
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.36	100.79	0.63	8.01%	-50

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций с 20 декабря 2006 г. по 30 января 2007 г.

Облигации	Погашение/ Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Изменение рублевой доходности, б.п.	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Изменение, б. п.	Валютная доходность*	Изменение, б. п.
ВТБ-4	22.03.07	0.14	99.98	0.23	-92	-5	-21	6.42%	-77
ВТБ-5	26.04.07	0.24	100.00	-0.20	62	-8	-7	6.23%	60
ВТБ-6	18.07.07	0.46	100.42	0.02	-22	-7	6	5.63%	-31
ВТБ 09	13.04.09	2.04	101.40	-0.10	2	80	-2	5.53%	4
Газпром-5	09.10.07	0.67	101.13	-0.01	-23	0	11	5.87%	-32
Газпром-6	06.08.09	2.28	100.45	-0.41	18	90	-5	5.89%	22
Газпром-7	29.10.09	2.47	100.10			96		5.81%	
Газпром-4	10.02.10	2.66	103.82	-0.59	17	101	-8	5.84%	25
Газпром-8	27.10.11	4.05	99.89			146		5.61%	
Импексбанк-2	25.04.07	0.22	100.13	0.13	-62	-8	-9	6.88%	-53
Импексбанк-3	16.05.07	0.28	100.50	-0.25	10	-8	-2	7.31%	9
МегаФон-2	11.04.07	0.19	100.10	-0.98	309	-8	-12	8.64%	307
МегаФон-3	15.04.08	1.14	102.50	0.00	-18	28	3	6.78%	-20
РСХБ-1	04.06.08	1.28	100.25	-0.08	4	35	2	6.73%	2
РСХБ-2	16.02.11	3.46	101.59	-0.13	4	124	-5	6.27%	9
Русский Стандарт-5	23.03.07	0.12	99.83	-0.02	82	-3	-23	8.69%	84
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.54	99.95	-0.13	23	-4	10	8.52%	13
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.03	99.71	0.16	-12	21	4	8.31%	-15
Северсталь	28.06.07	0.41	100.55	-0.25	19	-7	6	6.75%	11
ТМК-2	27.03.07	0.15	100.52	-0.28	-49	-6	-19	6.45%	-34
ТМК-3	19.02.08	1.00	100.45	0.10	-5	18	4	7.36%	-8
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.29	100.19	0.79	-211	-8	-1	7.71%	-203
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.14	100.04	0.44	-208	-5	-21	7.86%	-183
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.59	100.71	1.06	-71	57	0	9.06%	-69

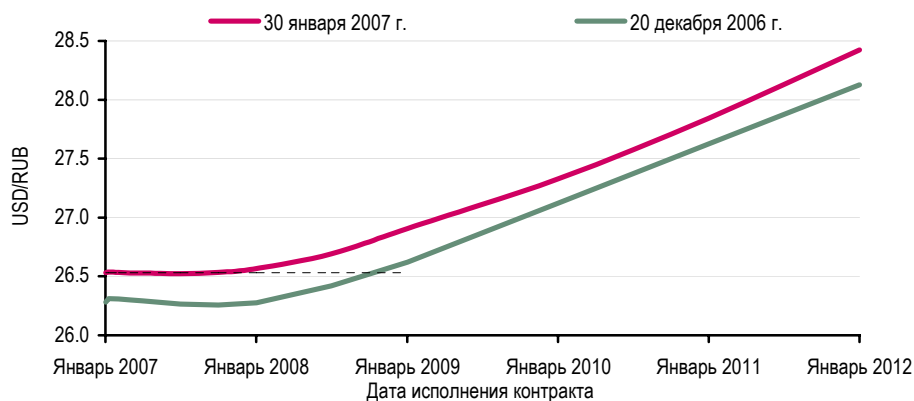
Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость хеджирования почти не изменилась

Кривая NDF с 20 декабря 2006 г. лишь сместилась вверх. Угол наклона кривой практически не изменился, поэтому в стоимости хеджирования произошли лишь небольшие изменения (в пределах 10 б. п. для большинства рублевых инструментов).

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



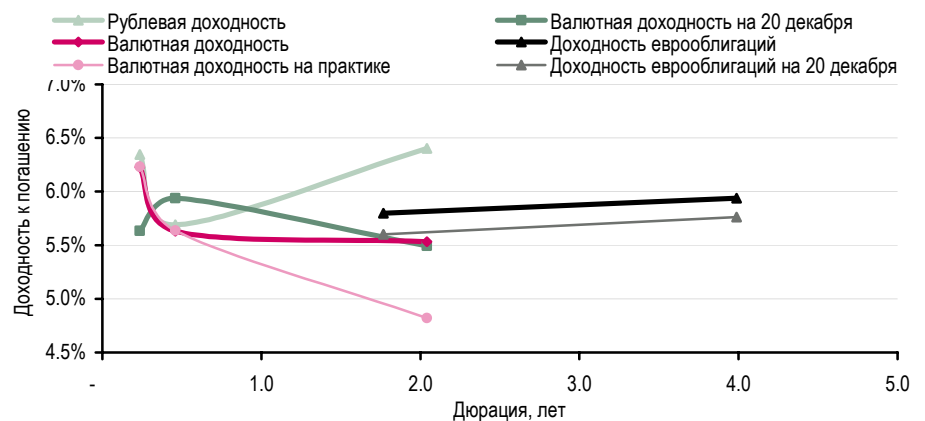
Источник: Bloomberg

Рублевые облигации справедливо оценены относительно еврооблигаций

Межвалютный арбитраж для ликвидных рублевых облигаций отсутствует

Благодаря более благоприятной динамике рублевых облигаций их премии к внешнему рынку сузились, а в ряде случаев даже превратились в дисконт. В то же время валютная доходность ликвидных внутренних обязательств и соответствующих еврооблигаций различается незначительно – в пределах спреда котировок. В частности, рублевые облигации Газпрома, ВТБ и РСХБ по-прежнему оценены справедливо относительно валютных инструментов.

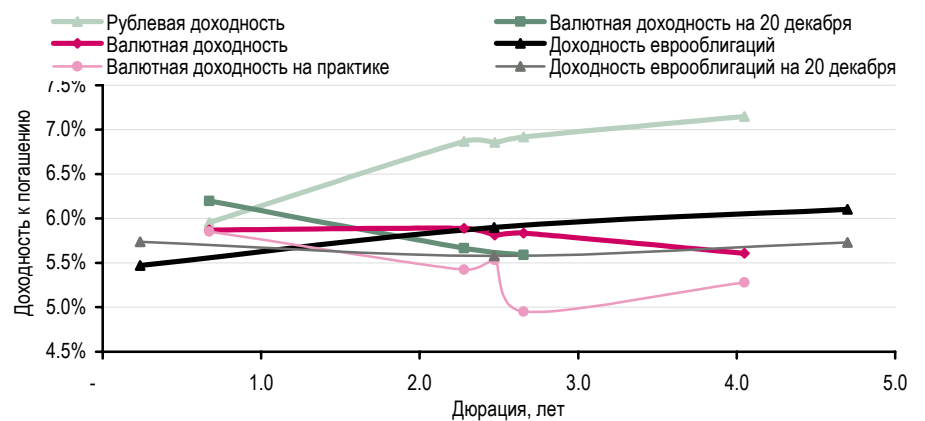
Рисунок 4. Валютная доходность облигаций ВТБ



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Мы включили в наш анализ седьмой и восьмой выпуски облигаций Газпрома, недавно появившиеся на рынке. Эти инструменты также не предполагают арбитраж: дисконт к внешним обязательствам компании составляет 9 б. п. для выпуска Газпром-7 и 44 б. п. для Газпром-8.

Рисунок 5. Доходность облигаций Газпрома



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

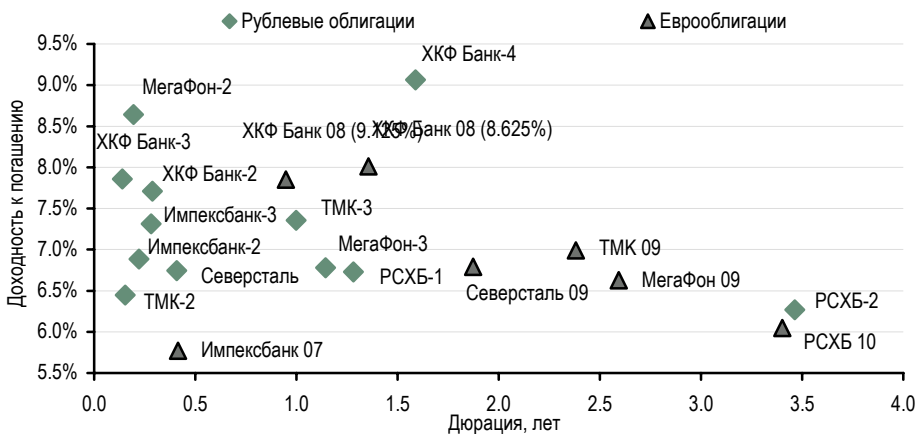
Наши рекомендации

В отчете от 22 декабря 2006 г. мы рекомендовали инвесторам покупать облигации ХКФ Банк-4 и ТМК-3 (в рамках пассивной стратегии инвестирования «держат до погашения»).

Долговые обязательства ХКФ Банка продемонстрировали наилучшую динамику из всех анализируемых инструментов. Бесспорным лидером стал выпуск ХКФ Банк-4 (рост котировок на 1.06 п. п.). ТМК-3 также удалось уменьшить премию к еврооблигациям ТМК 09 с 51 б. п. до 37 б. п.; в настоящее время ценообразование этого рублевого инструмента относительно валютных обязательств компании представляется нам справедливым.

Несмотря на впечатляющую динамику котировок, мы по-прежнему сохраняем рекомендацию ПОКУПКА по облигациям ХКФ Банк-4: премия выпуска к еврооблигациям банка составляет 96 б. п. Кроме того, этот выпуск входит в группу облигаций с чрезвычайно высокой ликвидностью (его индикатор ликвидности в четвертом квартале 2006 г. был равен 57.30 п. п.).

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, 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
Nzagvozdina@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
Malexeeenkova@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
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 Курпирянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг 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
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
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