



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

Дата публикации

2 марта 2006 г.

Валентина Крылова
VKrylova@rencap.com

258 7968

- Большинство анализируемых облигаций достигли справедливой относительной стоимости. Премия еврооблигаций к валютной доходности внутренних долговых инструментов, составлявшая в декабре 2005 г. – январе 2006 г. 15-50 б. п., к настоящему моменту почти полностью исчезла.
- Наши рекомендации оправдались: в феврале консервативная стратегия была наиболее верной. Как внутренние, так и внешние долговые обязательства демонстрировали негативную ценовую динамику, что отразилось главным образом на облигациях с длинной дюрацией.
- С нашей точки зрения, в марте целесообразно по-прежнему придерживаться консервативной стратегии. Мы рекомендуем инвесторам сохранять позиции в облигациях с короткой дюрацией. По результатам анализа относительной стоимости, наиболее привлекательными выглядят рублевые облигации Газпром-3, ХКФ Банк-2 и МегаФон-2.

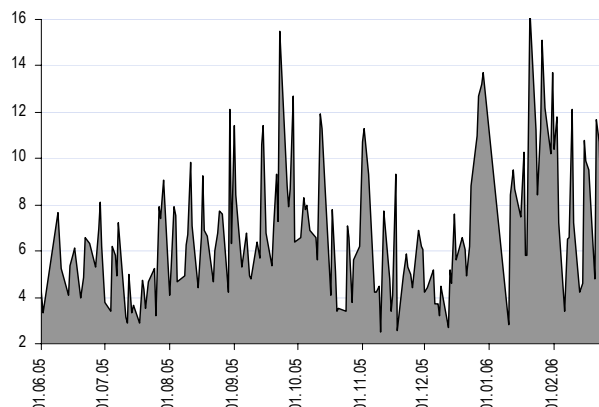
Ключевые показатели ликвидности в финансовой системе РФ	Текущее значение	Изменение % 1 месяц	Изменение % 6 месяцев	Изменение % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	330.70	19%	25%	-4%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	41.60	-31%	9%	-81%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	-0.30	-103%	-104%	-100%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	195.40	4%	32%	48%
Ставки по кредиту «overnight», % годовых	7.00	-22%	40%	1067%
Официальный курс USD/RUB	28.12	0%	-1%	1%
Официальный курс EUR/RUB	33.33	-2%	-5%	-9%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)*	5.26	1%	21%	88%

Рисунок 1. Индекс корпоративных и муниципальных рублевых облигаций Ренессанс Капитала.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Объем торгов (с учетом сделок в РПС) рублевыми долговыми инструментами на ММВБ



Источник: ММВБ

Таблица 1. Валютная доходность рублевых корпоративных облигаций по состоянию на 27 февраля 2006 г.

Облигации	Погашение/ Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая доходность	Долларовая доходность	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Валютная доходность*	Премия к евро- облигациям, б. п.	Транзакци- онные издержки, б. п.	Валютная доходность на практике**
ВымпелКом-Р	16.05.06	0.2	100.50	7.53%	7.35%	18	7.10%	н/д	27	7.10%
Газпром-3	18.01.07	0.9	101.62	6.29%	5.86%	43	5.78%	30	13	5.68%
Газпром-5	09.10.07	1.5	101.55	6.65%	5.88%	77	5.80%	24	12	5.31%
Газпром-6	06.08.09	3.1	100.44	6.92%	5.91%	100	5.83%	9	13	5.49%
Газпром-4	10.02.10	3.5	104.75	6.95%	5.92%	103	5.83%	7	13	5.65%
МегаФон-2	11.04.07	1.1	101.48	8.01%	7.46%	55	7.32%	н/д	11	6.86%
МегаФон-3	15.04.08	1.9	103.85	7.39%	6.44%	95	6.35%	н/д	14	5.78%
Русский Стандарт-2	14.06.06	0.3	101.97	7.16%	6.96%	19	6.88%	н/д	21	6.63%
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.5	100.29	7.54%	7.27%	28	7.11%	н/д	15	6.84%
Русский Стандарт-5	15.03.07	1.0	99.90	7.84%	7.32%	52	7.16%	-5	11	6.48%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.8	100.00	8.42%	7.47%	96	7.33%	-12	15	6.66%
Северсталь	28.06.07	1.3	100.80	7.58%	6.93%	65	6.81%	н/д	11	6.62%
ХКФ Банк-2	16.05.06	0.2	99.88	9.17%	8.99%	18	8.62%	н/д	27	8.62%
ХКФ Банк-3	22.03.07	1.0	99.57	8.96%	8.43%	52	8.24%	н/д	12	7.70%

* 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.

** "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.).

Внутренние и внешние долговые обязательства: негативная ценовая динамика с 23 января по 27 февраля

В период с 23 января по 27 февраля снизились котировки как рублевых облигаций, так и еврооблигаций. Большинство российских еврооблигаций подешевели на 0.2-1.3% вслед за КО США. В частности, доходность десятилетних КО США поднялась до 4.51-4.61% по сравнению с 4.35% 23 января.

Таблица 2. Изменение доходностей еврооблигаций в период с 23 января по 27 февраля 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б.п.
ВымпелКом 09	16.06.09	2.86	108.37	-1.18	7.11%	30.55
ВымпелКом 10	11.02.10	3.46	102.25	-1.28	7.33%	34.91
Газпром 07	25.04.07	1.10	104.00	-0.47	5.51%	12.68
Газпром 09	21.10.09	3.07	115.50	-0.77	5.73%	11.34
Газпром 13	01.03.13	5.23	121.00	-0.39	5.92%	2.63
МегаФон 09	10.12.09	3.30	102.75	-0.05	7.15%	-0.42
Рус.Стандарт 07	14.04.07	1.07	101.63	-0.45	7.21%	27.33
Рус.Стандарт 07(2)	28.09.07	1.48	101.02	-0.19	7.10%	8.78
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.96	101.00	-0.58	7.60%	26.50
Северсталь 09	24.02.09	2.70	103.50	-0.55	7.30%	16.42
Северсталь 14	19.04.14	5.83	109.38	-0.38	7.68%	4.72
ТНК 07	06.11.07	1.55	108.25	-0.53	5.80%	5.21
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.81	102.28	0.29	7.83%	-21.54
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	2.15	101.54	0.30	7.89%	-16.58

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Внутренний долговой рынок также оказался под давлением из-за большого объема первичных размещений и волатильности валютного рынка. В феврале было размещено рублевых облигаций на общую сумму 86.8 млрд руб. (56 млрд руб. – корпоративные и муниципальные облигации, а 30.8 млрд руб. – ОФЗ). В результате средства частично были направлены с вторичного рынка на первичный. Из-за более высоких ценовых рисков и ослабления интереса инвесторов к облигациям с длинной дюрацией больше всего пострадали долгосрочные выпуски.

Таблица 3. Изменение доходностей рублевых облигаций в период с 23 января по 27 февраля 2006 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.
ВымпелКом-Р	16.05.06	0.2	100.50	-0.61	127	18	55	7.10%	66
Газпром-3	18.01.07	0.9	101.62	-0.21	8	43	11	5.78%	-2
Газпром-5	09.10.07	1.5	101.55	-0.48	39	77	-15	5.80%	52
Газпром-6	06.08.09	3.1	100.44	-0.61	28	100	-34	5.83%	60
Газпром-4	10.02.10	3.5	104.75	-0.91	24	103	-33	5.83%	55
МегаФон-2	11.04.07	1.1	101.48	-0.38	24	55	-1	7.32%	24
МегаФон-3	15.04.08	1.9	103.85	0.35	-25	95	-21	6.35%	-4
Русский Стандарт-2	14.06.06	0.3	101.97	-0.37	-32	19	36	6.88%	-63
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.5	100.29	-0.36	49	28	20	7.11%	21
Русский Стандарт-5	15.03.07	1.0	99.90	-0.10	11	52	2	7.16%	8
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.8	100.00	-0.18		96		7.33%	
Северсталь	28.06.07	1.3	100.80	-0.60	41	65	-7	6.81%	47
ХКФ Банк-2	16.05.06	0.2	99.88	0.08	-13	18	56	8.62%	-71
ХКФ Банк-3	22.03.07	1.0	99.57	-0.33	35	52	0	8.24%	33

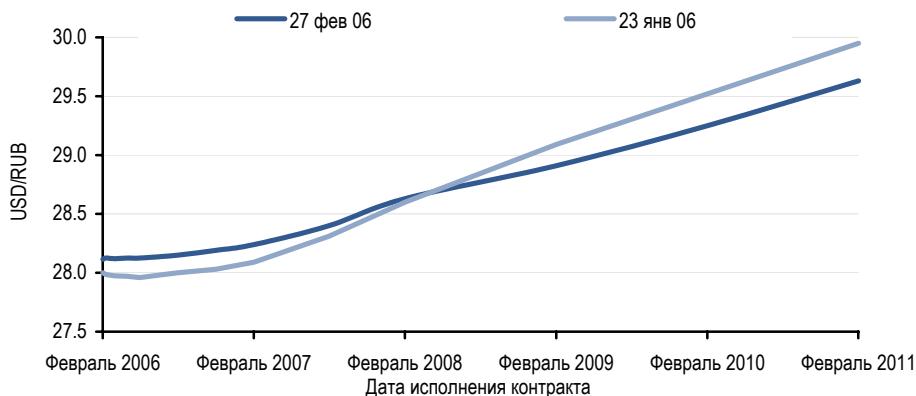
* Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость хеджирования краткосрочных выпусков увеличилась

Изменение ожиданий относительно будущей динамики курса EUR/USD и, соответственно, курса USD/RUB сказалось на стоимости хеджирования рублевых облигаций. Она увеличилась для краткосрочных выпусков (на фоне ожиданий укрепления доллара в краткосрочном периоде) и снизилась на 15-35 б. п. для тех облигаций, срок погашения которых наступает с октября 2007 г.

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB

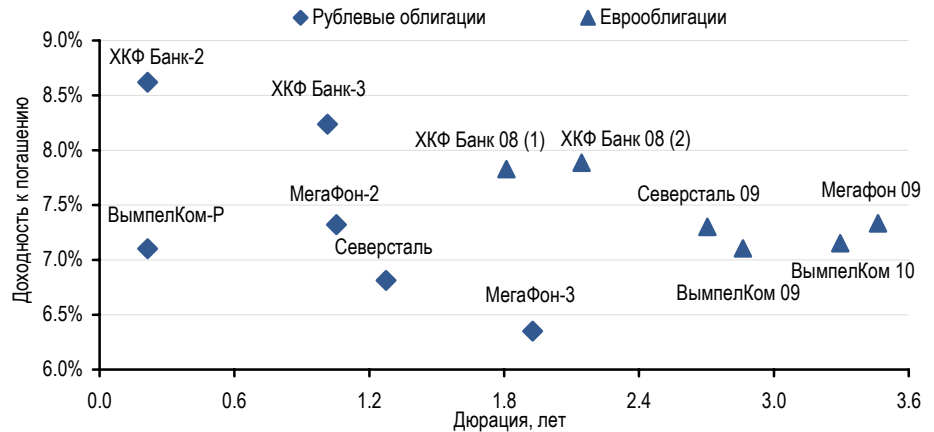


Источник: Reuters

Премия еврооблигаций к валютным доходностям внутренних облигаций отсутствует

К концу февраля доходность большинства еврооблигаций приблизилась к валютной доходности рублевых облигаций с аналогичной дюрацией. Премия в размере 15-50 б. п. к доходности внутренних долговых инструментов, которую предлагали еврооблигации в декабре 2005 г. – январе 2006 г., почти исчезла, и в настоящее время доходность большинства еврооблигаций равна или несколько ниже валютной доходности рублевых облигаций.

Рисунок 4. Валютная доходность корпоративных облигаций

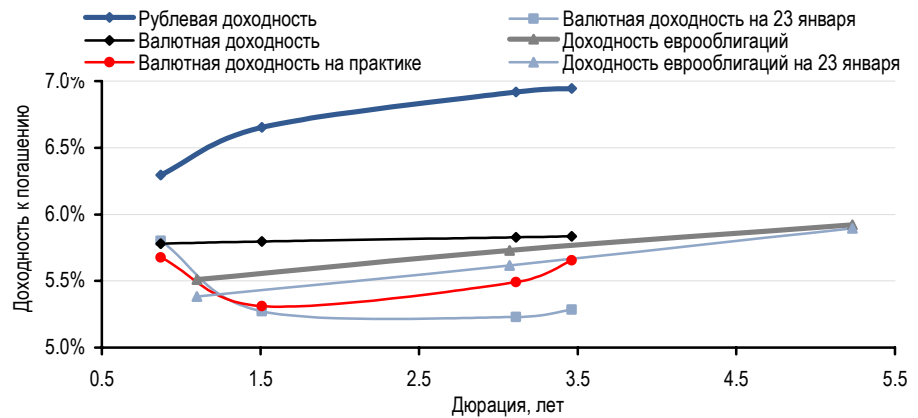


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Облигации Газпрома приблизились к справедливой относительной стоимости

Долгосрочные выпуски Газпрома (Газпром-4 и Газпром-6) достигли справедливой стоимости относительно внешних долговых обязательств компании, и их премии к еврооблигациям в настоящее время не превышают 10 б. п. В декабре и январе валютные доходности рублевых облигаций Газпрома были на 15-45 б. п. ниже доходностей еврооблигаций.

Рисунок 5. Доходность облигаций Газпрома



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

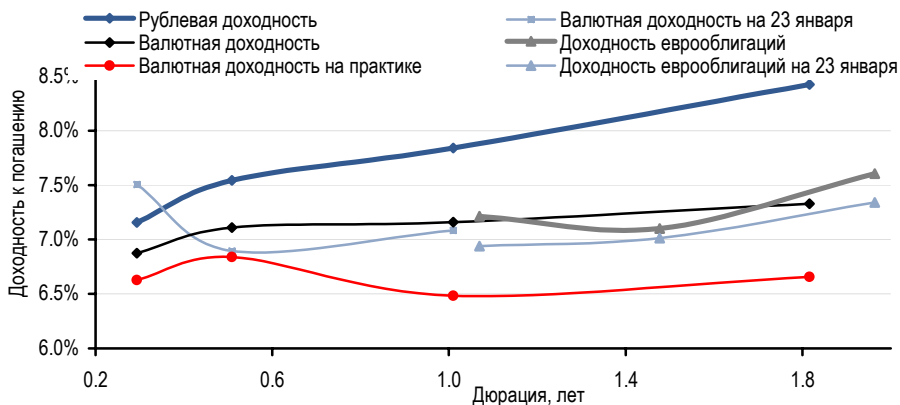
Неэффективное ценообразование сохраняется лишь для краткосрочных выпусков Газпром-3 и Газпром-5, которые торгуются с премиями к еврооблигациям на уровне 30 б. п. и 24 б. п. соответственно. Более того, как «валютная доходность» (5.78%), так и «валютная доходность на практике» (5.68%) выпуска Газпром-3 превышает доходность еврооблигаций Газпром 07.

Кривая доходности рублевых облигаций Банка Русский Стандарт удлинилась до 1.8 года

Установление купонных ставок для третьего-шестого купонов выпуска Русский Стандарт-4 позволяет рассчитать дюрацию к погашению и доходность к погашению этого выпуска. В результате кривая валютной доходности рублевых облигаций банка удлинилась с 1.1 года до 1.8 года (ранее самая длинная дюрация была у облигаций Русский Стандарт-5).

Согласно анализу относительной стоимости, все облигации Банка Русский Стандарт в настоящее время имеют справедливую относительную стоимость.

Рисунок 6. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Наши рекомендации и прогнозы

Наши рекомендации оправдались – консервативная стратегия в феврале оказалась наиболее целесообразной. Наблюдалось снижение котировок внутренних и внешних долговых обязательств, при этом наибольшее воздействие негативная динамика оказала на облигации с длинной дюрацией. Наиболее высокие результаты из анализируемых бумаг показали рекомендованные нами к покупке облигации ХКФ Банк-2, Газпром-3 и все выпуски Банка Русский Стандарт. Их валютные доходности увеличились не более чем на 25 б. п., тогда как по остальным долговым инструментам рост доходности составил 33-66 б. п. При этом валютная доходность выпусков ХКФ Банк-2, Газпром-3 и Русский Стандарт-2 даже снизилась.

По нашему мнению, в марте целесообразно по-прежнему придерживаться консервативной стратегии. Мы рекомендуем инвесторам вкладывать средства в облигации с короткой дюрацией. На основании результатов анализа относительной стоимости мы рекомендуем сохранять длинные позиции в выпусках рублевых облигаций Газпром-3, ХКФ Банк-2 и МегаФон-2.

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 (собирательно «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

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22
Тел.: 258 7777; факс: 258 7778
www.rencap.ru

РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал
Нил Харви
тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

Руководители управления по работе с долговыми обязательствами

Брайан Лазелл
204 4484
blazell@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
258 7946
amoisseev@rencap.com

Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258 7946
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258 7708
Владимир Пантюшин	vpantuyushin@rencap.com	258 7930
Эдуард Джабаров	ejabarov@rencap.com	258 7907
Петр Гришин	pgriшин@rencap.com	258 7789
Валентина Крылова	vkrylova@rencap.com	258 7968
Наргиз Садыхова	nsadykhova@rencap.com	258 4356
Олеся Черданцева	ocherdantseva@rencap.com	783 5693

Клиентские операции

Киран Доннелли	kdonnelly@rencap.com	204 4457
Александр Чекин	atchekine@rencap.com	204 4475
Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258 7943
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258 7769
Денис Арцинович	dartsinovich@rencap.com	258 7985
Илья Ремизов	iremizov@rencap.com	258 4376

Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258 7975
Дмитрий Якушин	dyakushin@rencap.com	204 4466
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258 7982
Александр Семенников	asemennikov@rencap.com	258 7765
Дмитрий Кузнецов	dkuznetsov@rencap.com	783 5655

Синдикация

Артур Плауде	aplaude@rencap.com	725 5218
--------------	--------------------	----------

Структурные продукты

Алистер Куксон	acookson@rencap.com	783 5658
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752

Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258 7764
Оксана Бутурлина	obuturlina@rencap.com	725 5221
Мария Дунаева	mdunaeva@rencap.com	258 7762
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258 7926

Администраторы

Юлия Попова	jpopova@rencap.com	725 5216
Елена Мишина	emishina@rencap.com	258 7974

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан 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 отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал 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.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. 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.