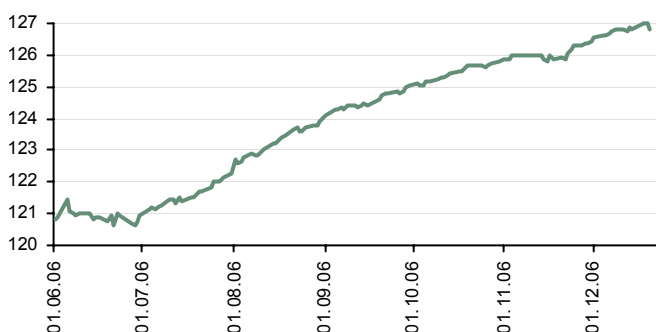


Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- Наблюдавшийся в ноябре незначительный дисконт ряда рублевых обязательств в декабре нивелировался, и теперь ликвидные рублевые инструменты справедливо оценены относительно еврооблигаций.
- Валютная доходность большинства рублевых облигаций увеличилась, преимущественно в результате изменения стоимости контрактов NDF.
- Кривая NDF претерпела следующие изменения: текущая стоимость контрактов со сроком исполнения в 2007 г. отражает укрепление курса национальной валюты в пределах 0.1%, тогда как месяц назад в ней учитывалось ослабление рубля на 0.1-0.15%.
- Ликвидные рублевые выпуски таких эмитентов как Газпром, ВТБ и РСХБ относительно соответствующих еврооблигаций оценены справедливо. Некоторая неэффективность ценообразования отмечается лишь среди неликвидных инструментов.
- По нашему мнению, недавно размещенные облигации ХКФ Банк-4 представляют интерес для инвесторов. Это достаточно ликвидный выпуск, торгующийся с премией 125 б. п. к доходности еврооблигаций ХКФ Банк 08 (8.625%).

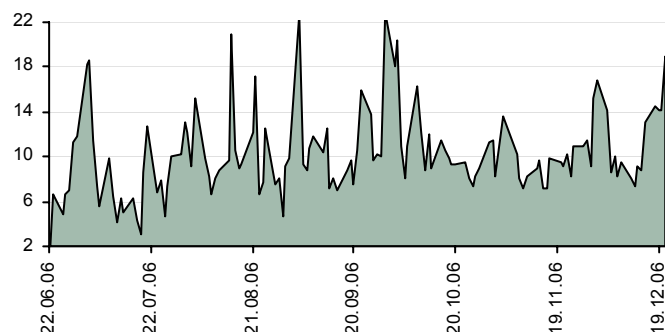
Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	501.30	60.4%	39.1%	30.5%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	87.00	43.3%	-60.5%	8.7%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	17.10	-207.5%	163.1%	-13.6%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	266.50	0.0%	7.5%	57.6%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	5.00	-1.25	2.50	-0.50
Официальный курс USD/RUB	26.28	-1.4%	-2.8%	-8.6%
Официальный курс EUR/RUB	34.73	1.6%	2.0%	1.6%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.32	-24.5%	0.1%	-59.7%

Рисунок 1. Индекс РК по корпоративным и муниципальным рублевым облигациям



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

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



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Валютный доход вырос из-за динамики NDF

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 20 декабря 2006 г.

Облигации	Погашение/Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая доходность	Долларовая доходность	Стоимость хеджирования, б. п.	Валютная доходность*	Премия к евро-облигациям, б. п.	Транзакционные издержки, б. п.	Валютная доходность на практике**
ВТБ-4	22.03.07	0.25	99.75	7.60%	7.44%	15	7.19%	н/д	25	7.60%
ВТБ-5	26.04.07	0.34	100.20	5.73%	5.73%	0	5.63%	н/д	19	5.82%
ВТБ-6	18.07.07	0.56	100.40	5.91%	6.05%	-13	5.94%	н/д	13	5.99%
ВТБ 09	13.04.09	2.15	101.50	6.39%	5.57%	82	5.49%	-13	10	4.79%
Газпром-3	18.01.07	0.08	100.20	5.53%	4.25%	128	4.56%	н/д	35	4.57%
Газпром-5	09.10.07	0.78	101.14	6.18%	6.29%	-11	6.20%	49	11	6.12%
Газпром-6	06.08.09	2.39	100.86	6.69%	5.74%	95	5.67%	9	9	5.23%
Газпром-4	10.02.10	2.77	104.41	6.75%	5.65%	110	5.59%	-2	9	4.80%
Импексбанк-2	25.04.07	0.33	100.00	7.59%	7.58%	1	7.41%	130	20	7.62%
Импексбанк-3	16.05.07	0.39	100.75	7.38%	7.44%	-6	7.22%	111	18	7.33%
МегаФон-2	11.04.07	0.31	101.08	5.73%	5.68%	5	5.58%	н/д	21	5.83%
МегаФон-3	15.04.08	1.26	102.50	7.35%	7.09%	25	6.98%	н/д	14	6.79%
РСХБ-1	04.06.08	1.39	100.33	7.15%	6.81%	33	6.70%	н/д	15	6.64%
РСХБ-2	16.02.11	3.58	101.77	7.56%	6.27%	129	6.18%	30	14	5.47%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.23	99.85	8.35%	8.15%	20	7.85%	20	26	7.87%
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.65	100.08	8.42%	8.56%	-14	8.39%	73	12	8.42%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.14	99.55	8.82%	8.65%	17	8.46%	63	14	8.14%
Северсталь	28.06.07	0.50	100.80	6.61%	6.74%	-13	6.64%	н/д	15	6.72%
ТМК-2	27.03.07	0.27	100.77	7.14%	7.02%	12	6.79%	н/д	24	7.15%
ТМК-3	19.02.08	1.11	100.43	7.69%	7.55%	14	7.44%	н/д	13	7.08%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.40	99.50	10.01%	10.08%	-7	9.74%	н/д	18	9.74%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.25	99.60	10.25%	10.09%	16	9.69%	н/д	25	10.10%
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.66	99.65	10.55%	9.98%	58	9.75%	н/д	13	9.50%

* 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: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

В динамике цен на рублевые обязательства и еврооблигации в период с 24 ноября по 20 декабря не прослеживалось четкой тенденции. Тем не менее, в связи с изменением стоимости контрактов NDF в этот период валютная доходность большинства внутренних долговых инструментов увеличилась. В результате исчез дисконт некоторых рублевых облигаций к доходности внешних обязательств, наблюдавшийся в конце ноября, и теперь большинство рублевых обязательств справедливо оценены относительно соответствующих еврооблигаций.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций с по 24 ноября по 20 декабря 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
ВТБ 08	11.12.08	1.88	102.33	0.09	5.60%	-9
ВТБ 11	12.10.11	4.10	107.18	0.57	5.76%	-15
Газпром 07	25.04.07	0.35	101.08	-0.28	5.74%	10
Газпром 13-2	01.03.13	2.37	100.10	0.59	5.58%	-25
Газпром 20	01.02.20	4.03	106.12	1.08	5.69%	-27
Импексбанк 07	29.06.07	0.50	101.43	-0.32	6.11%	23
МегаФон 09	10.12.09	2.70	104.26	1.26	6.39%	-49
РСХБ 10	29.11.10	3.51	103.47	0.67	5.87%	-21
РСХБ 13	16.05.13	5.25	106.10	0.60	6.01%	-12
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.32	100.29	-0.08	7.65%	-2
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	0.75	100.08	0.03	7.66%	-5
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.28	100.28	0.21	7.88%	-18
Северсталь 09	24.02.09	1.98	103.98	0.28	6.61%	-19
Северсталь 14	19.04.14	5.50	109.20	1.17	7.59%	-21
ТМК 09	29.09.09	2.49	103.87	1.62	6.93%	-66
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.06	101.00	0.11	8.15%	-15
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.41	100.16	0.28	8.51%	-19

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций с 24 ноября по 20 декабря 2006 г.

Облигации	Погашение/ Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Изменение рублевой доходности, б. п.	Стоимость хеджирования, б. п.	Изменение, б. п.	Валютная доходность*	Изменение, б. п.
ВТБ-4	22.03.07	0.25	99.75	-0.40	152	15	-28	7.19%	169
ВТБ-5	26.04.07	0.34	100.20	0.00	-10	0	-31	5.63%	19
ВТБ-6	18.07.07	0.56	100.40	-0.15	17	-13	-36	5.94%	51
ВТБ 09	13.04.09	2.15	101.50	0.38	-20	82	-14	5.49%	-6
Газпром-3	18.01.07	0.08	100.20	-0.08	-69	128	24	4.56%	-77
Газпром-5	09.10.07	0.78	101.14	0.02	-14	-11	-35	6.20%	20
Газпром-6	06.08.09	2.39	100.86	0.11	-6	95	-10	5.67%	4
Газпром-4	10.02.10	2.77	104.41	0.25	-12	110	-6	5.59%	-6
Импексбанк-2	25.04.07	0.33	100.00	0.00	-2	1	-31	7.41%	27
Импексбанк-3	16.05.07	0.39	100.75	-0.38	54	-6	-32	7.22%	80
МегаФон-2	11.04.07	0.31	101.08	-0.08	-49	5	-30	5.58%	-20
МегаФон-3	15.04.08	1.26	102.50	-0.36	17	25	-24	6.98%	39
РСХБ-1	04.06.08	1.39	100.33	-1.13	80	33	-22	6.70%	99
РСХБ-2	16.02.11	3.58	101.77	0.16	-6	129	-3	6.18%	-3
Русский Стандарт-5	23.03.07	0.23	99.85	-0.13	58	20	-27	7.85%	77
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.65	100.08	0.08	-12	-14	-36	8.39%	23
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.14	99.55	-0.25	24	17	-27	8.46%	49
Северсталь	28.06.07	0.50	100.80	0.00	-18	-13	-36	6.64%	17
ТМК-2	27.03.07	0.27	100.77	-0.13	-27	12	-29	6.79%	-1
ТМК-3	19.02.08	1.11	100.43	0.10	-11	14	-28	7.44%	16
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.40	99.50	-0.17	58	-7	-32	9.74%	84
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.25	99.60	-0.20	108	16	-29	9.69%	126
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.66	99.65	-0.25	17	58	-21	9.75%	36

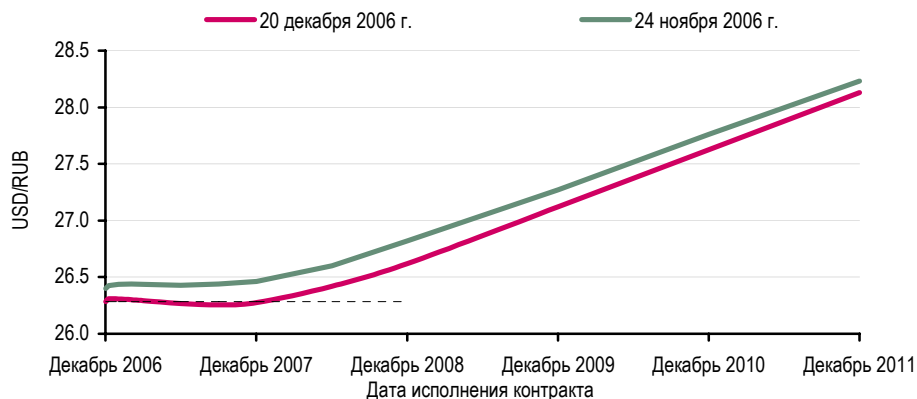
Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость хеджирования снизилась в пределах 36 б. п.

Форма кривой NDF несколько изменилась, что способствовало снижению стоимости хеджирования на 3-36 б. п. Текущая стоимость контрактов NDF со сроком исполнения в 2007 г. отражает ожидания небольшого укрепления рубля – на 0.1% (месяц назад в ней учитывалось ослабление рубля на 0.1-0.15%).

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



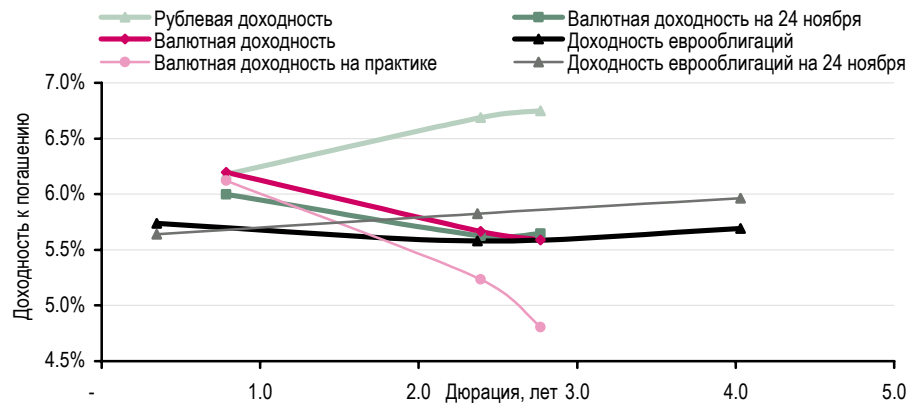
Источник: Bloomberg

Рублевый долг справедливо оценен относительно еврооблигаций

Межвалютный арбитраж для ликвидных рублевых облигаций отсутствует

Ценообразование ликвидных рублевых обязательств Газпрома, ВТБ и РСХБ относительно их еврооблигаций представляется справедливым. Единственным исключением является низколиквидный выпуск Газпром-5: его премия к внешним обязательствам компании равна 49 б. п. Валютная доходность других рублевых облигаций не выходит за рамки спреда между котировками спроса и предложения.

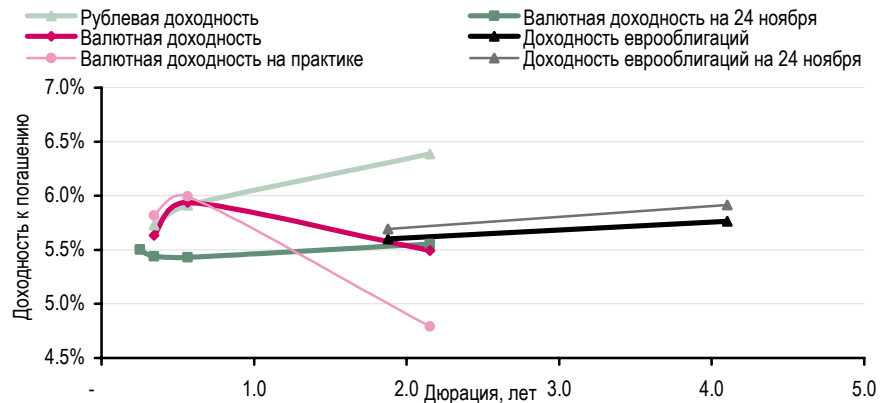
Рисунок 4. Доходность облигаций Газпрома



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

В частности, выпуск Газпром-6 имеет премию к еврооблигациям в размере 9 б. п., Газпром-4 – дисконт на уровне 2 б. п.; для выпуска ВТБ 09 премия составляет 13 б. п., а для РСХБ-2 – 30 б. п.

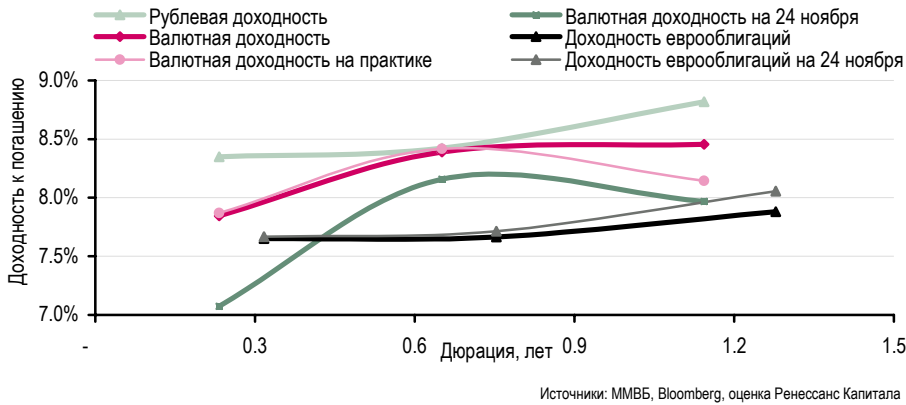
Рисунок 5. Валютная доходность облигаций ВТБ



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Заметная неэффективность ценообразования отмечается только в менее ликвидных инструментах, таких как облигации ИМПЭКСБАНКа и Банка Русский Стандарт.

Рисунок 6. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт

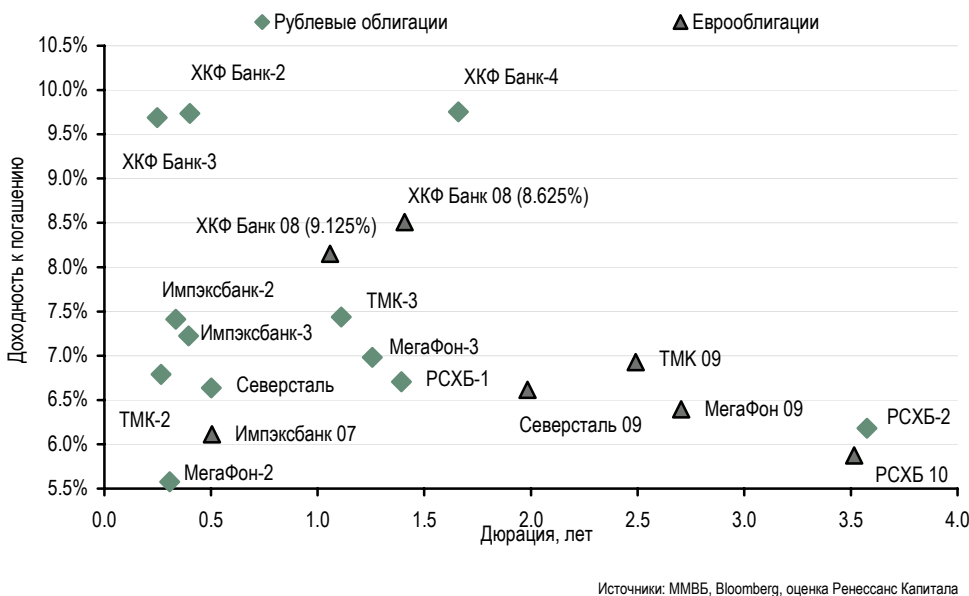


Наши рекомендации

Принимая во внимание уровень ликвидности облигаций и результаты анализа относительной стоимости, интерес для инвесторов, на наш взгляд, может представлять недавно размещенный выпуск ХКФ Банк-4, который торгуется с премией 125 б. п. к еврооблигациям ХКФ Банк 08 (доходность 8.625%). Что касается ликвидности, сделки с выпуском ХКФ Банк-4 в декабре заключались практически каждый день с достаточно узким спредом котировок на покупку и продажу (0.03-0.26 п. п.).

Облигации ТМК-3 также недооценены относительно валютных обязательств. Поскольку их премия составляет всего 51 б. п., они заслуживают внимания только в рамках пассивной стратегии инвестирования («держат до погашения»).

Рисунок 7. Валютная доходность корпоративных облигаций



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
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 Курприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
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

© 2006 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