



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

Дата публикации 23 марта 2006 г.

Валентина Крылова
VKrylova@rencap.com

258 7968

- Наши рекомендации оправдались: облигации с короткой дюрацией продемонстрировали более успешные результаты по сравнению с долгосрочными выпусками, при этом рублевые обязательства даже подорожали вопреки общему нисходящему тренду.
- Рекомендованные нами инструменты оказались лидерами роста, а их валютная доходность снизилась на 30-75 б. п.
- В результате сокращения валютной доходности большинства рублевых облигаций внешний долговой рынок стал более привлекательным по сравнению с внутренним.
- Кривая NDF значительно сдвинулась вниз (на 40-50 копеек). Тем не менее, стоимость хеджирования не претерпела существенных изменений, поскольку угол наклона кривой остался прежним.
- Мы полагаем, что в апреле целесообразно по-прежнему придерживаться консервативной стратегии, и рекомендуем инвесторам сохранять позиции в облигациях с короткой дюрацией. Анализ относительной стоимости свидетельствует об отсутствии арбитража между внутренним и внешним рынками, поэтому в настоящий момент мы не можем выделить наиболее привлекательные для инвестиций выпуски.

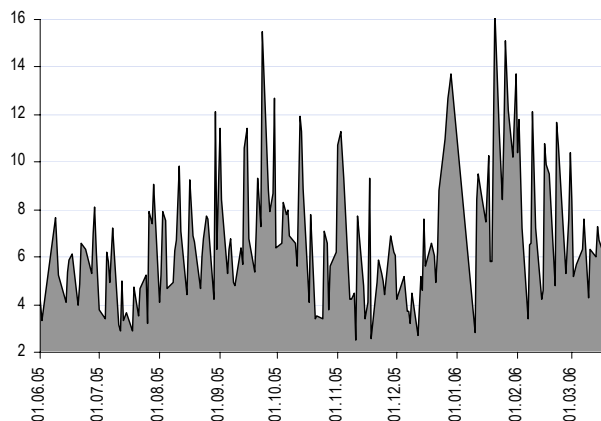
Ключевые показатели ликвидности в финансовой системе РФ	Текущее значение	Изменение %, 1 месяц	Изменение %, 6 месяцев	Изменение %, 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	318.00	-11%	11%	23%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	118.30	0%	8%	-57%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	13.10	-44%	-25%	2%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	201.70	4%	33%	46%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	3.00	-1.7	1.75	2.40
Официальный курс USD/RUB	27.70	-2%	-2%	0%
Официальный курс EUR/RUB	33.62	0%	-3%	-7%
NDF - RUB/USD, % ставка (180 дней)*	5.29	0.1	1.2	1.5

Рисунок 1. Индекс корпоративных и муниципальных рублевых облигаций Ренессанс Капитала



Источники: ММББ, расчеты Ренессанс Капитала

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



Источники: ММББ

Таблица 1. Валютная доходность рублевых корпоративных облигаций по состоянию на 20 марта 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	100.55	6.30%	6.03%	27	5.66%	н/д	35	5.66%
Газпром-3	18.01.07	0.8	101.83	5.90%	5.51%	39	5.42%	-4	14	5.22%
Газпром-5	09.10.07	1.5	102.10	6.23%	5.47%	76	5.39%	-18	10	4.85%
Газпром-6	06.08.09	3.1	100.30	6.96%	5.88%	108	5.79%	-7	11	5.40%
Газпром-4	10.02.10	3.4	104.40	7.03%	5.93%	110	5.84%	-6	10	5.62%
МегаФон-2	11.04.07	1.0	102.47	6.93%	6.41%	52	6.29%	н/д	11	5.70%
МегаФон-3	15.04.08	1.9	103.55	7.50%	6.55%	95	6.45%	н/д	12	5.69%
Русский Стандарт-2	14.06.06	0.2	101.28	8.46%	8.28%	18	7.98%	н/д	25	7.98%
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.5	100.30	7.85%	7.68%	16	7.50%	н/д	16	7.48%
Русский Стандарт-5	15.03.07	1.0	100.01	7.90%	7.41%	49	7.28%	5	12	6.48%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.8	100.02	8.40%	7.47%	94	7.34%	-30	11	7.22%
Северсталь	28.06.07	1.2	101.00	7.38%	6.73%	65	6.61%	н/д	11	6.34%
ТНК-5	28.11.06	0.7	106.02	6.06%	5.75%	30	5.62%	н/д	15	5.54%
ХКФ Банк-2	16.05.06	0.2	100.00	8.55%	8.28%	28	7.88%	н/д	36	7.88%
ХКФ Банк-3	22.03.07	1.0	99.50	9.07%	8.58%	49	8.37%	н/д	12	7.69%

* 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.

** "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.

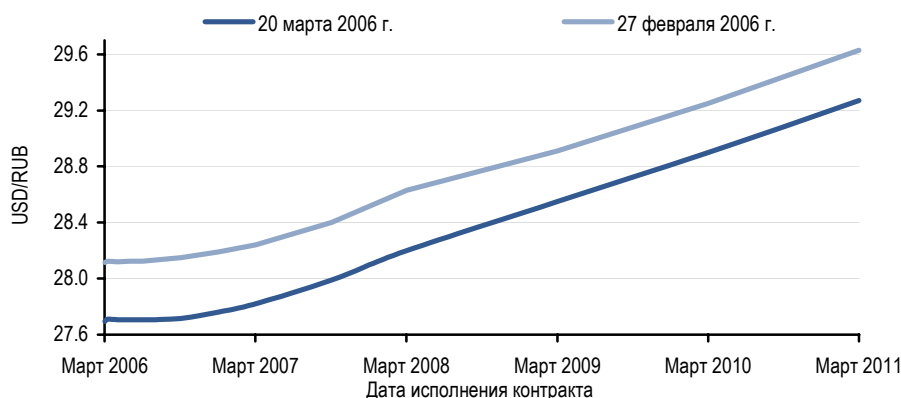
н/д – из-за существенного различия в дюрации между рублевыми облигациями и еврооблигациями премия к рынку внешних долговых обязательств не рассчитывается (см. описание методологии в отчете от четвертого августа 2005 г.).

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость хеджирования изменилась незначительно

С 27 февраля кривая NDF сместилась резко вниз – на 40-50 копеек. Тем не менее, стоимость хеджирования изменилась незначительно (в пределах 15 б. п.), поскольку угол наклона кривой остался прежним. В результате изменение валютных доходностей рублевых облигаций определялось главным образом динамикой цен долговых инструментов (валютная доходность рублевых облигаций зависит от двух факторов: стоимости хеджирования и динамики цен рублевых облигаций).

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



Источник: Reuters

Вложения в рублевые облигации с короткой дюрацией были выгодными

В период с 27 февраля по 20 марта рублевые обязательства демонстрировали лучшую ценовую динамику по сравнению с еврооблигациями. Их потери в цене не превышали 0.45 п. п., тогда как еврооблигации подешевели на 0.7 п. п. При этом краткосрочные рублевые выпуски даже подорожали: в частности, облигации Газпром-5 прибавили в цене 0.55 п. п.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций в период с 27 февраля по 20 марта 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
ВымпелКом 09	16.06.09	2.80	108.13	-0.24	7.13%	2.99
ВымпелКом 10	11.02.10	3.40	102.53	0.28	7.24%	-9.35
Газпром 07	25.04.07	1.03	103.79	-0.21	5.50%	-0.42
Газпром 09	21.10.09	3.01	114.83	-0.67	5.85%	12.46
Газпром 13	01.03.13	5.37	119.59	-1.41	6.12%	19.78
МегаФон 09	10.12.09	3.23	102.32	-0.43	7.27%	11.79
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	1.01	101.53	-0.09	7.22%	0.98
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	1.41	100.33	-0.69	7.56%	46.22
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.90	100.87	-0.13	7.66%	5.39
Северсталь 09	24.02.09	2.64	103.50	0.00	7.27%	-3.00
Северсталь 14	19.04.14	5.76	108.76	-0.61	7.77%	9.00
ТНК 07	06.11.07	1.48	107.81	-0.44	5.89%	8.96
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.75	101.98	-0.30	7.95%	12.60
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	2.08	101.20	-0.33	8.03%	14.15

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

В итоге премия внутренних обязательств к доходности еврооблигаций полностью исчезла. Более того, в большинстве случаев валютная доходность рублевых долговых инструментов в настоящий момент ниже доходности еврооблигаций того же эмитента. Например, валютная доходность рублевых обязательств Газпрома сейчас на 4-18 б. п. ниже доходности еврооблигаций компании (табл. 1), тогда как в конце февраля выпуски Газпром-6 и Газпром-4 торговались с премией в 7-9 б. п. к еврооблигациям, а премии по более коротким рублевым инструментам были еще более значительными (30 б. п. по выпуску Газпром-3 и 24 б. п. – по Газпром-5).

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций в период с 27 февраля по 20 марта 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.
ВымпелКом-Р	16.05.06	0.2	100.55	0.05	-123	27	9	5.66%	-144
Газпром-3	18.01.07	0.8	101.83	0.21	-40	39	-5	5.42%	-36
Газпром-5	09.10.07	1.5	102.10	0.55	-42	76	-1	5.39%	-40
Газпром-6	06.08.09	3.1	100.30	-0.14	4	108	8	5.79%	-3
Газпром-4	10.02.10	3.4	104.40	-0.35	8	110	7	5.84%	1
МегаФон-2	11.04.07	1.0	102.47	0.20	-31	52	-3	6.29%	-32
МегаФон-3	15.04.08	1.9	103.55	-0.30	11	95	0	6.45%	10
Русский Стандарт-2	14.06.06	0.2	101.28	-0.69	130	18	-1	7.98%	110
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.5	100.30	0.01	-12	16	-12	7.50%	-2
Русский Стандарт-5	15.03.07	1.0	100.01	0.11	-10	49	-3	7.28%	-3
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.8	100.02	0.02	-2	94	-2	7.34%	2
Северсталь	28.06.07	1.2	101.00	0.20	-20	65	0	6.61%	-20
ТНК-5	28.11.06	0.7	106.02	-0.45	-5	30	-7	5.62%	-6
ХКФ Банк-2	16.05.06	0.2	100.00	0.12	-62	28	9	7.88%	-74
ХКФ Банк-3	22.03.07	1.0	99.50	-0.08	11	49	-3	8.37%	14

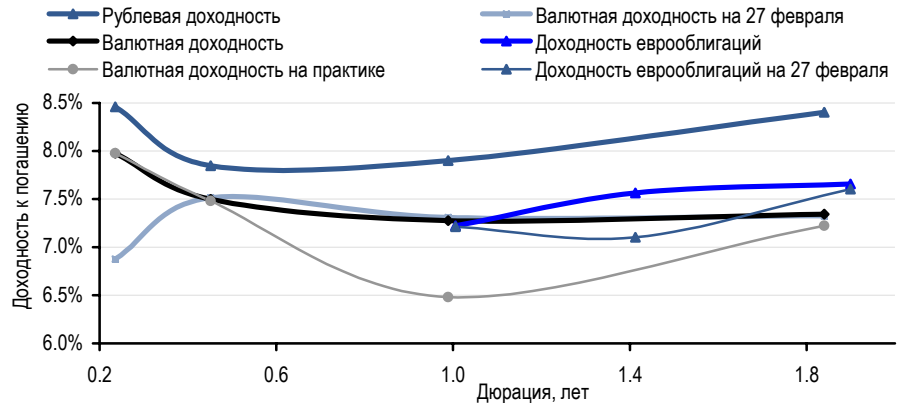
* Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: MMB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Долговые инструменты Банка Русский Стандарт демонстрируют аналогичную динамику: доходность внешних обязательств банка в среднем на 30 б. п. превышает валютную доходность его рублевых облигаций. Премия еврооблигаций Русский Стандарт 08 к рублевым выпускам выросла с 12 б. п. в конце февраля до 30 б. п. на 20 марта.

Некоторую инвестиционную привлекательность сохранил лишь рублевый выпуск Русский Стандарт-2, валютная доходность которого (7.98%) превышает доходность еврооблигаций Русский Стандарт 07 (7.22%) с купонной ставкой 8.75%, а также валютную доходность третьего выпуска внутренних долговых инструментов банка (7.5%). Однако по причине низкой ликвидности мы не рассматриваем данный выпуск как объект для спекулятивных инвестиций.

Рисунок 4. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт

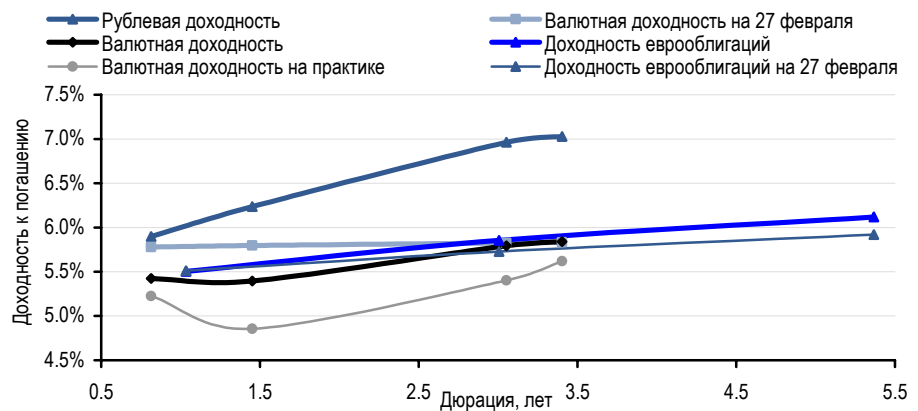


Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Валютная доходность рублевых облигаций Газпрома снизилась

С 27 февраля по 20 марта валютная доходность рублевых облигаций Газпрома резко снизилась в краткосрочном сегменте кривой доходности (на 36-40 б. п.) и почти не изменилась для выпусков Газпром-6 и Газпром-4. В результате еврооблигации Газпрома стали более привлекательными, а их премии относительно внутренних долговых инструментов в настоящее время находятся в диапазоне 4-18 б. п.

Рисунок 5. Доходность облигаций Газпрома



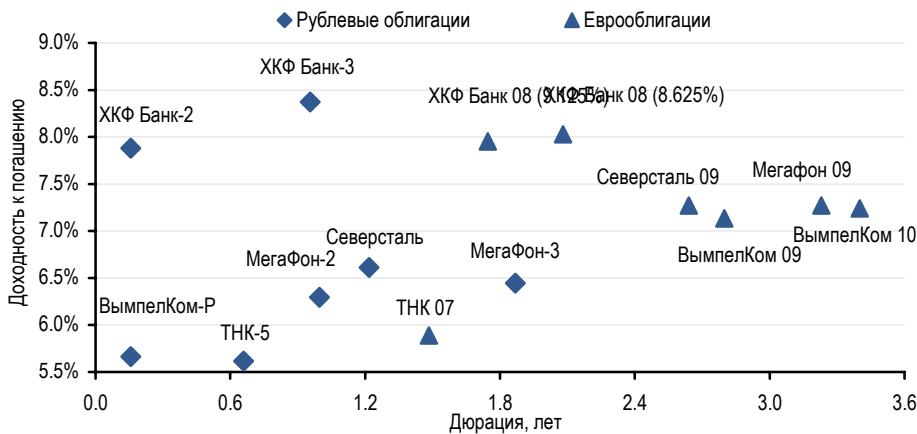
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Цены большинства анализируемых облигаций соответствуют справедливым уровням

По результатам анализа относительной стоимости цены большинства рассматриваемых нами инструментов соответствуют справедливым уровням. В частности, валютная доходность внутренних обязательств ХКФ Банк-2, которая существенно превышала доходность еврооблигаций ХКФ Банк 08 с купонной ставкой 9.125% (8.62% против 7.83%), снизилась на 74 б. п. и достигла уровня доходности еврооблигаций банка.

Кривая доходности облигаций МегаФона также приняла классическую форму в результате снижения валютной доходности выпуска МегаФон-2 на 32 б. п. (в феврале валютная доходность инструментов МегаФон-2 (6.62%) превышала аналогичный показатель третьего выпуска долговых обязательств компании (6.35%)).

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Консервативная стратегия была верной

Наши рекомендации по сохранению длинных позиций в облигациях с короткой дюрацией оправдались. Во-первых, вложения в краткосрочные долговые инструменты оказались выгоднее инвестиций в облигации с более длинной дюрацией. Во-вторых, рублевые облигации с короткой дюрацией подорожали вопреки общему понижательному тренду. В частности, валютная доходность тех инструментов, которые мы рекомендовали покупать, снизилась на 30-74 б. п., что является наилучшим результатом среди анализируемых выпусков. Единственным исключением стал второй выпуск облигаций Банка Русский Стандарт (-0.69 п. п.).

Результаты анализа относительной стоимости свидетельствуют об отсутствии арбитража между внутренним и внешним рынками, поэтому в настоящий момент мы не можем выделить наиболее привлекательные для инвестиций выпуски. Премия еврооблигаций Газпрома к валютной доходности его рублевых обязательств является незначительной и находится в пределах bid/offer спреда по облигациям. Что касается облигаций Русский Стандарт-2, спекулятивные операции с данными бумагами, на наш взгляд, нецелесообразны ввиду их низкой ликвидности.

По нашему мнению, в апреле следует по-прежнему придерживаться консервативной стратегии. Мы рекомендуем инвесторам сохранять позиции в облигациях с короткой дюрацией в целях снижения ценовых рисков.

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, RepCap 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	pgrishin@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.