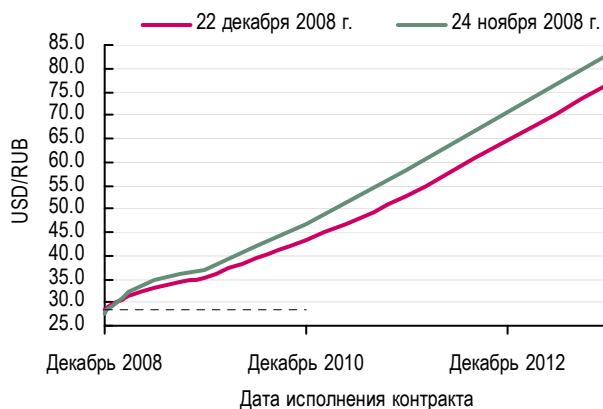


## Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

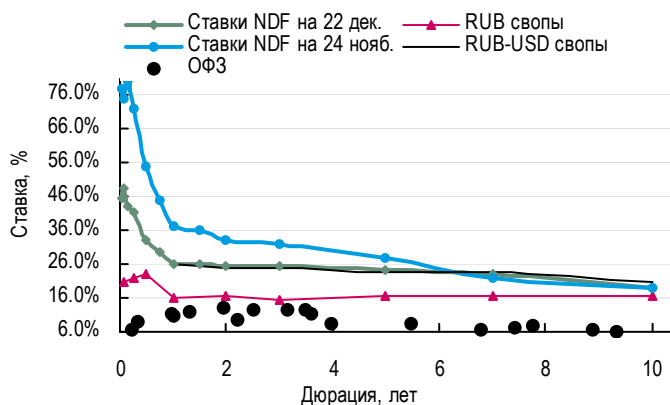
- **Относительная стоимость внутренних и внешних долговых инструментов далека от справедливой** – практически все рублевые бумаги, входящие в наш анализ, значительно переоценены по сравнению с соответствующими еврооблигациями. Их валютная доходность остается отрицательной из-за очень дорогого хеджирования.
- **Ставки по контрактам NDF сроком до двух лет с 24 ноября упали на 1000-3700 б. п. (до 23-46%)** в связи со снижением ставок долларовых процентных свопов, а также действиями Банка России по плавной девальвации рубля.
- **Стоимость хеджирования позиций в рублевых облигациях, тем не менее, остается чрезмерно высокой:** защита от валютного риска для внутренних облигаций сейчас стоит 2100-5550 б. п.
- **В настоящее время лишь несколько выпусков рублевых еврооблигаций справедливо оценены относительно внешнего рынка.**
- **Инвесторам, желающим вложить средства в рублевые долговые обязательства, мы рекомендуем открыть позиции в номинированных в рублях еврооблигациях УРСА Банк 10 и Банк Москвы 09.** Эти выпуски представляются привлекательными относительно как внешнего рынка, так и рублевых бумаг эмитентов.
- **Что касается долларовых еврооблигаций, самыми недооцененными относительно внутреннего рынка мы считаем валютные долговые инструменты Газпрома и ТМК.** Их доходность к погашению сейчас близка к ставкам по рублевым инструментам, следовательно, в долларовом выражении доходность еврооблигаций этих компаний значительно превышает валютную доходность соответствующих рублевых обязательств.

Рисунок 1. Динамика форвардов на курс рубля к доллару США



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Ключевые кривые и доходности ОФЗ



Источники: MMBB, Bloomberg

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 22 декабря 2008 г.

Облигации	Погашение (оферта)	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая дох-ть	Долларовая дох-ть	Стоимость хеджирования, б. п.	Валютная дох-ть*	Премия к евро-облигациям, б. п.	Транзакционные издержки, б. п.	Валютная дох-ть на практике**
АК Барс Банк-2	22.01.09	0.08	99.50	14.37%	-32.41%	4679	-36.00%	н/д	284	-63.01%
Банк Москвы-2	06.02.09	0.13	99.00	16.57%	-27.18%	4376	-30.15%	н/д	298	-40.50%
Банк Москвы 09	25.11.09	0.90	56.54	100.63%	58.44%	4219	51.78%	3700	102	50.13%
Банк Союз-4	18.02.09	0.16	99.95	10.11%	-29.50%	3961	-32.66%	н/д	284	-34.71%
Банк Союз-3	27.04.09	0.35	100.80	7.79%	-23.88%	3167	-25.35%	н/д	142	-33.20%
Банк Союз-2	05.10.09	0.77	100.99	7.15%	-17.14%	2429	-17.95%	н/д	64	-21.23%
ВТБ-4	19.03.09	0.24	99.72	10.15%	-26.50%	3665	-28.20%	н/д	205	-29.11%
ВТБ-5	23.04.09	0.33	98.55	13.72%	-20.12%	3385	-21.13%	н/д	155	-30.53%
ВТБ-6	15.07.09	0.55	97.47	14.01%	-14.90%	2891	-15.44%	н/д	95	-21.50%
ВТБ 09	13.04.09	0.31	95.00	26.27%	-12.33%	3859	-12.67%	н/д	186	-24.46%
ВымпелКом-1	22.01.10	1.02	89.78	20.95%	-3.64%	2459	-3.66%	-1840	68	-12.68%
Газпром-6	06.08.09	0.60	96.94	12.54%	-15.05%	2759	-15.65%	-2215	85	-19.58%
Газпром-7	29.10.09	0.65	95.57	12.79%	-11.80%	2459	-12.15%	-1897	62	-14.33%
Газпром-4	10.02.10	1.08	97.51	10.86%	-11.61%	2247	-12.00%	-2227	67	-19.11%
Газпром-8	27.10.11	2.58	83.75	14.62%	-7.20%	2182	-7.33%	-2000	88	-9.93%
Газпром-9	12.02.14	4.09	72.55	15.65%	-5.54%	2119	-5.63%	-1956	104	-16.43%
Газпромбанк-4	19.11.09	0.88	99.80	12.85%	-10.52%	2337	-11.47%	н/д	59	-13.03%
Газпромбанк-5	26.11.09	0.90	100.00	12.60%	-10.51%	2311	-11.43%	н/д	58	-12.72%
Газпромбанк 10	22.02.10	1.11	75.11	37.90%	10.84%	2706	9.77%	н/д	87	2.62%
Газпромбанк-1	27.01.11	1.92	87.55	14.65%	-6.58%	2123	-7.59%	н/д	86	-17.54%
Зенит-2	16.02.09	0.15	99.53	11.75%	-28.69%	4045	-31.73%	н/д	288	-34.92%
Зенит-4	05.04.09	0.28	99.00	16.65%	-19.94%	3659	-20.98%	н/д	184	-34.45%
Зенит-3	13.05.09	0.39	98.79	13.55%	-18.56%	3211	-19.43%	н/д	134	-24.59%
Зенит-5	08.12.09	0.94	88.00	26.29%	0.16%	2612	0.16%	-1511	62	-0.69%
ЛУКОЙЛ-2	17.11.09	0.89	96.49	11.75%	-11.96%	2371	-12.37%	н/д	58	-13.80%
ЛУКОЙЛ-3	08.12.11	2.69	84.32	14.19%	-7.44%	2163	-7.59%	н/д	87	-9.36%
ЛУКОЙЛ-4	05.12.13	4.09	74.00	15.59%	-5.49%	2108	-5.57%	н/д	99	-8.44%
МДМ-Банк-3	01.10.09	0.75	99.35	13.26%	-12.66%	2592	-13.09%	н/д	70	-16.88%
МТС-3	22.06.10	1.37	90.25	16.96%	-6.24%	2320	-6.33%	-2087	91	-14.32%
НОМОС-Банк-8	18.02.09	0.16	97.84	24.97%	-19.98%	4496	-21.48%	-2155	323	-23.66%
НОМОС-Банк-7	16.06.09	0.48	95.09	21.48%	-10.75%	3223	-11.04%	-1442	116	-11.69%
НОМОС-Банк-9	19.06.09	0.49	93.00	27.51%	-6.16%	3367	-6.24%	-971	119	-6.57%
Петрокоммерц-4	04.07.09	0.51	95.58	20.01%	-11.02%	3103	-11.27%	-2066	109	-19.30%
Петрокоммерц-2	31.08.09	0.67	93.61	19.61%	-8.83%	2843	-9.00%	-2169	82	-11.07%
Промсвязьбанк-5	21.05.09	0.41	97.00	16.38%	-15.98%	3236	-16.59%	н/д	130	-20.56%
Промсвязьбанк-6	22.06.09	0.50	98.90	12.19%	-17.30%	2948	-18.07%	н/д	103	-26.00%
РСХБ-6	20.02.09	0.16	99.75	10.43%	-29.07%	3950	-32.10%	н/д	285	-33.09%
РСХБ-7	16.06.09	0.48	98.50	11.92%	-17.78%	2969	-18.61%	н/д	107	-19.24%
РСХБ-4	07.10.09	0.77	97.30	13.86%	-11.90%	2575	-12.27%	н/д	68	-15.64%
РСХБ-3	18.02.10	1.10	93.10	14.46%	-8.70%	2316	-8.92%	н/д	71	-15.53%
РСХБ-2	16.02.11	1.98	89.09	14.52%	-7.56%	2208	-7.73%	-2158	86	-16.87%
Русский Стандарт-6	11.02.09	0.14	95.34	50.74%	-4.75%	5548	-4.90%	н/д	388	-12.31%
Русский Стандарт-7	24.03.09	0.25	91.17	60.35%	7.76%	5259	7.47%	н/д	282	-12.54%
Русский Стандарт-5	10.09.09	0.68	72.00	79.63%	37.20%	4243	34.28%	н/д	121	32.12%
Русский Стандарт-8	16.10.09	0.77	55.75	138.88%	85.21%	5367	72.16%	н/д	143	67.09%
Система-1	12.03.09	0.22	98.50	17.15%	-22.43%	3959	-23.59%	н/д	236	-26.98%
Татфондбанк-3	19.05.09	0.40	89.14	49.33%	7.48%	4185	7.25%	н/д	172	1.87%
Татфондбанк-4	02.12.09	0.45	87.25	67.79%	22.28%	4551	21.10%	-7913	172	1.30%
ТМК-2	24.03.09	0.25	97.13	20.60%	-18.95%	3955	-19.71%	н/д	212	-37.10%
ТМК-3	16.02.10	1.08	82.88	29.84%	3.46%	2638	3.45%	-3952	81	-4.16%
ТрансКредитБанк-2	16.06.09	0.48	96.05	16.76%	-14.22%	3098	-14.73%	н/д	111	-15.38%
ТрансКредитБанк-3	07.01.10	0.98	102.14	7.96%	-14.03%	2199	-14.57%	-2915	58	-24.23%
ТрансКредитБанк-1	15.06.10	1.42	81.01	24.52%	-0.19%	2471	-0.19%	-1599	96	-1.14%
УРСА Банк-8	16.04.09	0.32	96.00	26.45%	-11.85%	3830	-12.16%	-2594	182	-23.19%
УРСА Банк-3	04.06.09	0.45	93.50	27.43%	-7.07%	3450	-7.21%	-2329	130	-9.37%
УРСА Банк-7	21.01.10	1.01	72.90	46.40%	16.61%	2979	16.03%	-960	82	5.86%
УРСА Банк-5	18.10.11	2.33	52.75	42.90%	15.48%	2742	14.92%	-3329	110	10.02%
УРСА Банк 10 (9.125%)	26.02.10	1.09	65.00	59.17%	26.82%	3235	25.32%	-179	102	17.44%
ХКФ Банк-3	19.03.09	0.24	94.00	47.26%	-1.73%	4899	-1.72%	н/д	273	-2.78%
ХКФ Банк-5	22.04.09	0.32	93.00	40.80%	-1.27%	4207	-1.25%	н/д	195	-12.23%
ХКФ Банк-2	12.05.09	0.39	87.09	55.87%	11.69%	4418	11.25%	н/д	185	5.01%

\* Валютная доходность получена на базе долларовой доходности в результате перехода к полугодичному периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Факт/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 4 августа 2005 г.).

Источники: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Изменение доходности рублевых облигаций с 24 ноября по 22 декабря 2008 г.

Облигации	Погашение (оферта)	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Изменение рублевой дох-ти, б.п.	Стоимость хеджирования, б. п.	Изменение, б. п.	Валютная дох-ть*	Изменение, б. п.
АК Барс Банк-2	22.01.09	0.08	99.50	0.70	-182	4679	-1058.1	-36.00%	1060.0
Банк Москвы-2	06.02.09	0.13	99.00	0.00	331	4376	-1005.9	-30.15%	1614.5
Банк Москвы 09	25.11.09	0.90	56.54	-17.46	7693	4219	1103.4	51.78%	5934.7
Банк Союз-4	18.02.09	0.16	99.95	0.00	7	3961	-1119.9	-32.66%	1375.3
Банк Союз-3	27.04.09	0.35	100.80	1.80	-516	3167	-1165.4	-25.35%	751.2
Банк Союз-2	05.10.09	0.77	100.99	19.99	-3180	2429	-1418.9	-17.95%	-1842.9
ВТБ-4	19.03.09	0.24	99.72	0.83	-264	3665	-1092.0	-28.20%	981.0
ВТБ-5	23.04.09	0.33	98.55	1.54	-354	3385	-1161.7	-21.13%	917.8
ВТБ-6	15.07.09	0.55	97.47	2.20	-358	2891	-936.5	-15.44%	631.5
ВТБ 09	13.04.09	0.31	95.00	1.00	59	3859	-1107.8	-12.67%	1279.5
ВымпелКом-1	22.01.10	1.02	89.78	5.77	-649	2459	-761.5	-3.66%	113.5
Газпром-6	06.08.09	0.60	96.94	0.44	-13	2759	-759.5	-15.65%	824.5
Газпром-7	29.10.09	0.65	95.57	2.05	435	2459	-398.8	-12.15%	906.6
Газпром-4	10.02.10	1.08	97.51	2.14	-194	2247	-590.6	-12.00%	425.1
Газпром-8	27.10.11	2.58	83.75	-8.25	412	2182	-282.8	-7.33%	734.7
Газпром-9	12.02.14	4.09	72.55	-17.45	658	2119	-41.4	-5.63%	733.8
Газпромбанк-4	19.11.09	0.88	99.80	-0.20	22	2337	-421.1	-11.47%	536.4
Газпромбанк-5	26.11.09	0.90	100.00	-5.00	550	2311	-287.7	-11.43%	966.0
Газпромбанк 10	22.02.10	1.11	75.11	-22.39	2828	2706	49.1	9.77%	2853.2
Газпромбанк-1	27.01.11	1.92	87.55	6.05	-382	2123	-541.6	-7.59%	161.2
Зенит-2	16.02.09	0.15	99.53	2.48	-1142	4045	-1667.6	-31.73%	602.3
Зенит-4	05.04.09	0.28	99.00	3.00	-935	3659	-1416.7	-20.98%	536.1
Зенит-3	13.05.09	0.39	98.79	7.72	-2098	3211	-1795.4	-19.43%	-334.9
Зенит-5	08.12.09	0.94	88.00	4.01	-470	2612	-703.8	0.16%	231.9
ЛУКОЙЛ-2	17.11.09	0.89	96.49	-0.20	30	2371	-468.2	-12.37%	536.3
ЛУКОЙЛ-3	08.12.11	2.69	84.32	3.85	696	2163	-213.7	-7.59%	968.9
ЛУКОЙЛ-4	05.12.13	4.09	74.00	-0.57	-141	2108	-254.4	-5.57%	115.9
МДМ-Банк-3	01.10.09	0.75	99.35	1.15	-152	2592	-621.1	-13.09%	505.6
МТС-3	22.06.10	1.37	90.25	-1.75	188	2320	-494.5	-6.33%	715.8
НОМОС-Банк-8	18.02.09	0.16	97.84	-1.16	1089	4496	-771.8	-21.48%	2211.3
НОМОС-Банк-7	16.06.09	0.48	95.09	3.59	-682	3223	-1210.7	-11.04%	560.0
НОМОС-Банк-9	19.06.09	0.49	93.00	2.25	-299	3367	-1112.6	-6.24%	850.7
Петрокоммерц-4	04.07.09	0.51	95.58	2.58	-418	3103	-1027.9	-11.27%	653.0
Петрокоммерц-2	31.08.09	0.67	93.61	6.61	-1084	2843	-1052.8	-9.00%	-34.8
Промсвязьбанк-5	21.05.09	0.41	97.00	5.88	-1446	3236	-1566.4	-16.59%	127.3
Промсвязьбанк-6	22.06.09	0.50	98.90	3.90	-775	2948	-1140.0	-18.07%	398.2
РСХБ-6	20.02.09	0.16	99.75	0.83	-329	3950	-1278.9	-32.10%	1144.0
РСХБ-7	16.06.09	0.48	98.50	3.28	-648	2969	-1120.7	-18.61%	520.8
РСХБ-4	07.10.09	0.77	97.30	-0.10	46	2575	-553.6	-12.27%	646.5
РСХБ-3	18.02.10	1.10	93.10	2.10	-174	2316	-600.8	-8.92%	450.8
РСХБ-2	16.02.11	1.98	89.09	2.07	-111	2208	-465.5	-7.73%	371.6
Русский Стандарт-6	11.02.09	0.14	95.34	12.08	-9630	5548	-6041.8	-4.90%	-3437.5
Русский Стандарт-7	24.03.09	0.25	91.17	9.46	-4465	5259	-3263.5	7.47%	-1116.1
Русский Стандарт-5	10.09.09	0.68	72.00	-7.60	2802	4243	-207.0	34.28%	2729.7
Русский Стандарт-8	16.10.09	0.77	55.75	-41.88	12015	5367	2132.1	72.16%	8623.5
Система-1	12.03.09	0.22	98.50	2.30	-744	3959	-1410.4	-23.59%	760.6
Татфондбанк-3	19.05.09	0.40	89.14	13.59	-5310	4185	-3303.5	7.25%	-1839.9
Татфондбанк-4	02.12.09	0.45	87.25	2.75	-50	4551	-1453.7	21.10%	1300.2
ТМК-2	24.03.09	0.25	97.13	1.58	-287	3955	-1177.5	-19.71%	1003.7
ТМК-3	16.02.10	1.08	82.88	0.35	82	2638	-617.6	3.45%	700.3
ТрансКредитБанк-2	16.06.09	0.48	96.05	1.80	-265	3098	-1026.0	-14.73%	832.7
ТрансКредитБанк-3	07.01.10	0.98	102.14	13.17	-1474	2199	-905.4	-14.57%	-607.1
ТрансКредитБанк-1	15.06.10	1.42	81.01	-5.00	572	2471	-437.4	-0.19%	1034.5
УРСА Банк-8	16.04.09	0.32	96.00	3.43	-892	3830	-1484.5	-12.16%	632.8
УРСА Банк-3	04.06.09	0.45	93.50	6.25	-1490	3450	-1612.8	-7.21%	121.2
УРСА Банк-7	21.01.10	1.01	72.90	-4.57	1031	2979	-459.2	16.03%	1429.1
УРСА Банк-5	18.10.11	2.33	52.75	4.05	-395	2742	-582.7	14.92%	147.8
УРСА Банк 10 (9.125%)	26.02.10	1.09	65.00	5.00	2072	3235	-254.0	25.32%	2176.0
ХКФ Банк-3	19.03.09	0.24	94.00	0.55	636	4899	-1050.4	-1.72%	1755.9
ХКФ Банк-5	22.04.09	0.32	93.00	1.00	190	4207	-1196.1	-1.25%	1434.8
ХКФ Банк-2	12.05.09	0.39	87.09	-6.41	2939	4418	-297.7	11.25%	3296.0

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

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Изменение доходности еврооблигаций с 24 ноября по 22 декабря 2008 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
АК Барс Банк 10	28.06.10	1.37	75.14	0.45	29.91%	62
Банк Москвы 09	28.09.09	0.75	95.49	2.93	14.45%	-348
Банк Москвы 10	26.11.10	1.81	85.15	7.63	16.72%	-514
Банк Союз 10	16.02.10	1.07	72.47	17.47	42.04%	-2770
ВТБ 11	12.10.11	2.51	81.35	1.95	16.02%	-80
Вымпелком 09	16.06.09	0.48	99.62	2.58	10.81%	-496
Вымпелком 10	11.02.10	1.08	93.09	8.56	14.85%	-855
Вымпелком 11	22.10.11	2.51	80.31	14.81	17.48%	-852
Газпром 09	21.10.09	0.81	101.85	1.62	8.10%	-211
Газпром 13 (5.625%)	22.07.13	1.31	91.70	8.09	12.12%	-689
Газпром 13 (9.625%)	01.03.13	3.39	89.26	6.52	13.03%	-224
Газпром 13 (7.51%)	31.07.13	3.75	79.96	5.55	13.49%	-188
Газпром 16	22.11.16	5.94	68.48	7.61	12.63%	-207
Газпромбанк 11	15.06.11	2.27	80.20	1.05	18.27%	-32
Газпромбанк 13	28.06.13	3.49	64.56	4.29	20.30%	-185
Банк Зенит 09	27.10.09	0.83	95.01	8.53	15.27%	-1098
ЛУКОЙЛ 17	07.06.17	6.15	66.03	4.97	13.13%	-131
ЛУКОЙЛ 22	07.06.22	7.58	58.48	7.51	13.39%	-197
МДМ Банк 10	25.01.10	1.03	90.24	12.73	18.06%	-1440
МДМ Банк 11	21.07.11	2.09	54.01	9.18	39.91%	-912
МТС 10	14.10.10	1.69	89.94	6.49	14.92%	-434
МТС 12	28.01.12	2.66	80.91	10.61	16.06%	-529
НОМОС-Банк 09	12.05.09	0.39	102.19	6.60	2.43%	-1622
НОМОС-Банк 10	02.02.10	1.05	98.90	11.37	9.24%	-1132
Петрокоммерц 09	27.03.09	0.26	100.88	8.32	4.45%	-2787
Петрокоммерц 09-2	17.12.09	0.96	91.46	13.95	18.70%	-1749
Промсвязьбанк 10	04.10.10	1.63	70.00	20.53	31.85%	-2352
Промсвязьбанк 11	20.10.11	2.37	49.28	6.75	40.45%	-651
РСХБ 10	29.11.10	1.83	88.87	1.13	13.62%	-48
РСХБ 13	16.05.13	3.69	71.60	6.19	16.51%	-248
Русский Стандарт 10 (8.485%)	29.06.10	1.32	48.23	-12.83	68.73%	2332
Русский Стандарт 10 (7.5%)	07.10.10	1.62	46.28	-8.83	60.72%	1490
Русский Стандарт 11	05.05.11	2.03	41.62	-5.10	56.06%	816
Система 11	28.01.11	1.85	74.18	10.35	25.54%	-808
Татфондбанк 10	26.04.10	1.23	40.00	-7.50	100.24%	2363
ТМК 09	29.09.09	0.75	78.87	11.37	43.90%	-2029
ТМК 11	29.07.11	2.10	53.97	11.08	40.08%	-1152
ТрансКредитБанк 10	16.05.10	1.35	89.58	12.03	15.60%	-1080
ТрансКредитБанк 11	25.06.11	2.16	82.80	17.40	17.82%	-1110
УРСА Банк 09	12.05.09	0.39	97.76	3.78	15.05%	-840
УРСА Банк 11 (12%)	30.12.11	2.16	47.96	-29.92	45.29%	2304
ХКФ Банк 11 (11%, оферта)	20.12.09	0.97	85.81	20.85	28.49%	-3156
ХКФ Банк 10	11.04.10	1.23	79.91	16.42	29.15%	-1982
ХКФ Банк 11 (11.75%, оферта)	11.08.10	1.45	78.90	13.89	28.82%	-1367

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

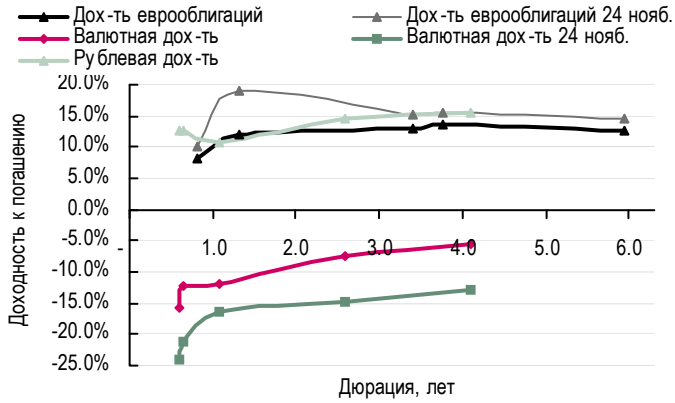
### Ставки NDF снизились, но хеджирование остается дорогим

С 24 ноября еврооблигации показали динамику лучше рублевых долговых обязательств. Однако относительная стоимость внутренних и внешних долговых инструментов далека от справедливой – практически все рублевые бумаги, входящие в наш анализ, по-прежнему переоценены по сравнению с соответствующими еврооблигациями, а их валютная доходность остается отрицательной из-за очень высокой стоимости хеджирования (иными словами, хеджирование позиций в большинстве внутренних обязательств полностью нивелирует ожидаемый рублевый доход от выплаты номинальной стоимости при оферте/погашении и купонных платежей).

Ставки по контрактам NDF сроком до двух лет с 24 ноября упали на 1000-3700 б. п. (до 23-46%), отражая снижение ставок долларовых процентных свопов и реагируя на недавно начатую Банком России политику плавной девальвации российской валюты. Тем не менее, стоимость хеджирования позиций в рублевых облигациях остается чрезмерно высокой.

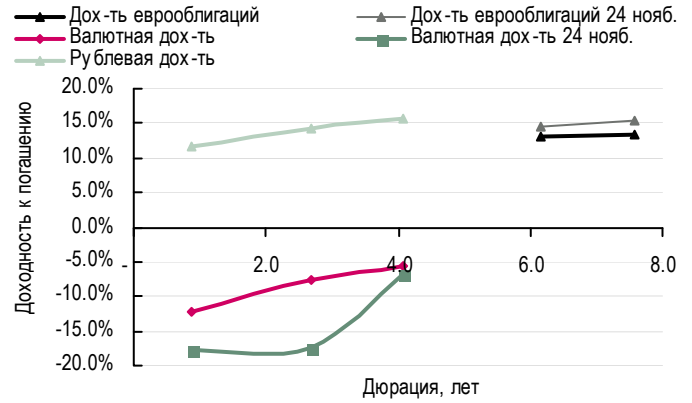
В настоящее время справедливо относительно внешнего рынка оценены лишь несколько выпусков рублевых еврооблигаций. В частности, привлекательными представляются длинные хеджированные позиции в инструментах УРСА Банк 10 (рис. 10) и Банк Москвы 09 (рис. 13).

Рисунок 3. Доходность облигаций Газпрома



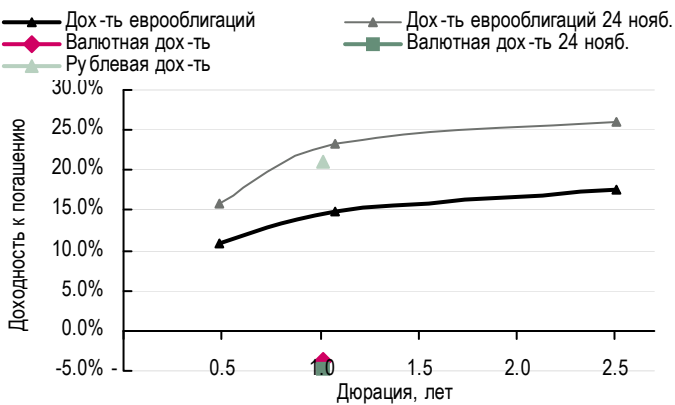
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Доходность облигаций ЛУКОЙЛа



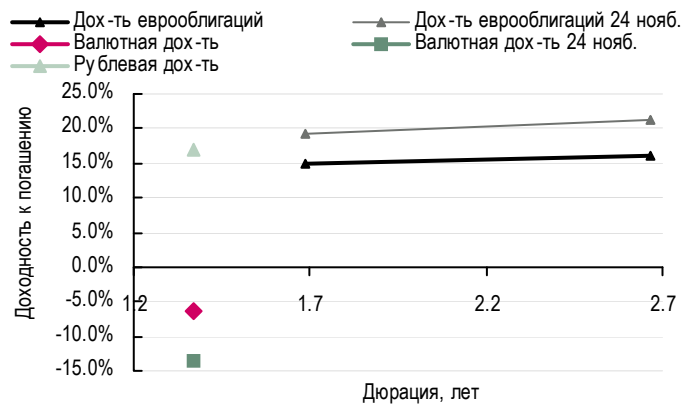
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 5. Доходность облигаций ВымпелКома



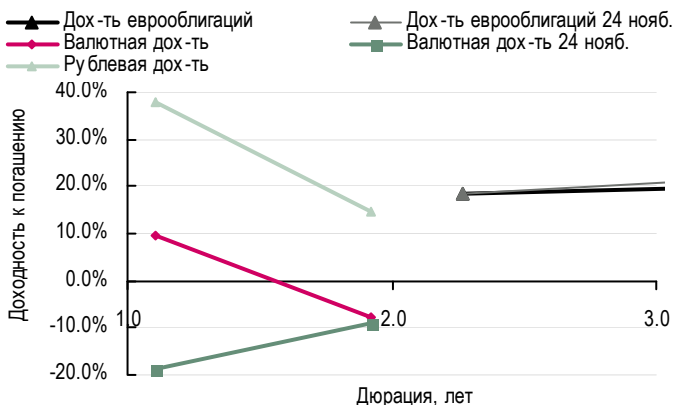
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 6. Доходность облигаций МТС



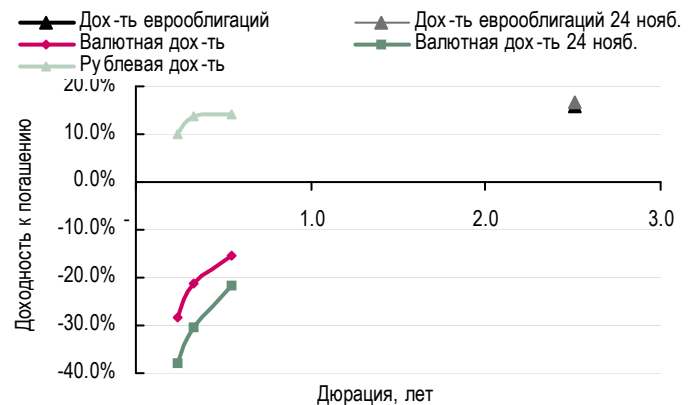
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 7. Доходность облигаций Газпромбанка



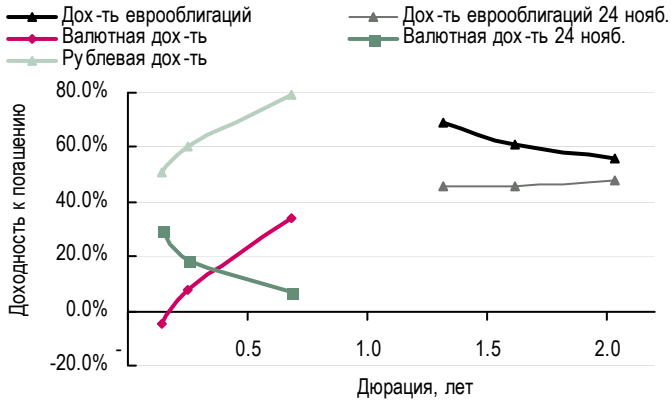
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 8. Доходность облигаций ВТБ



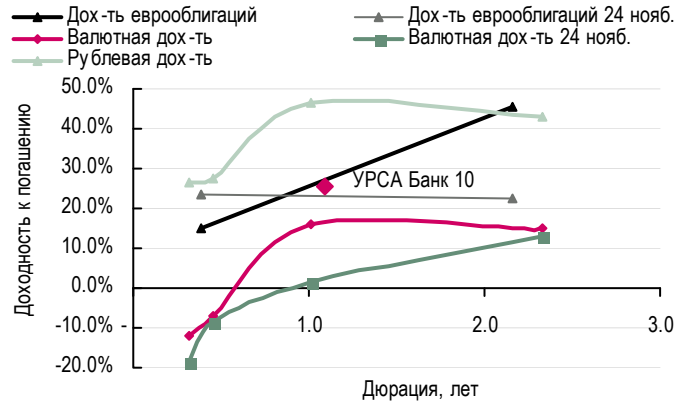
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 9. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт



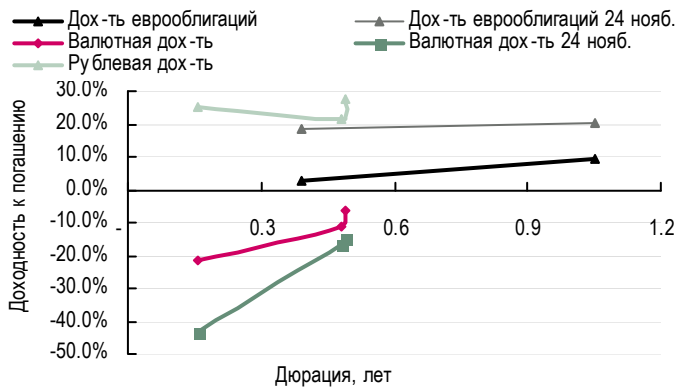
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 10. Доходность облигаций УРСА Банка



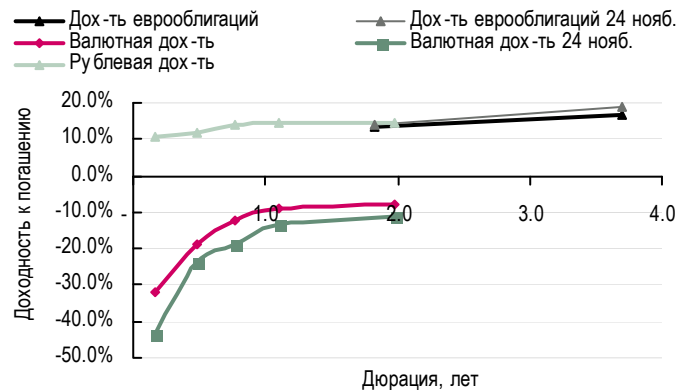
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 11. Доходность облигаций НОМОС-Банка



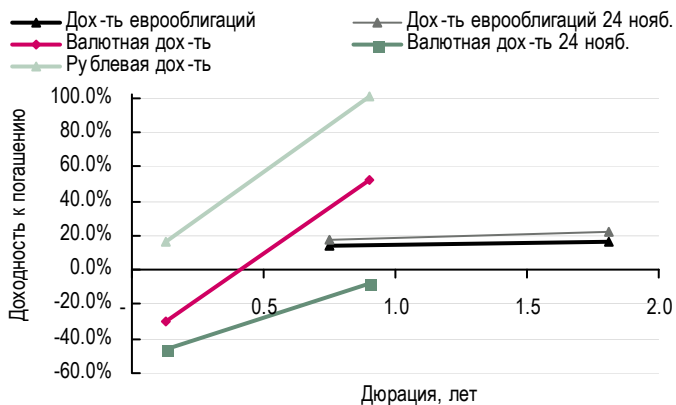
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 12. Доходность облигаций РСХБ



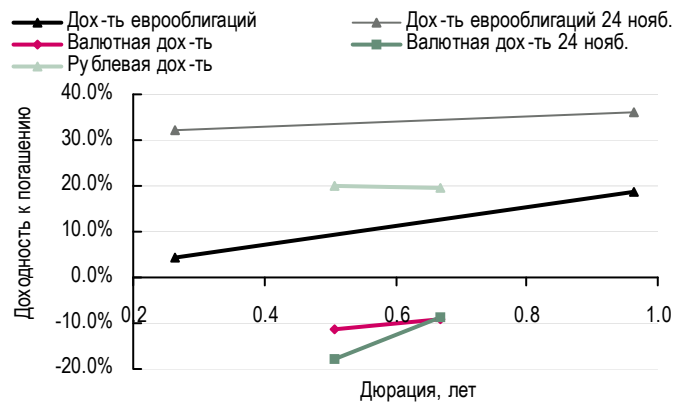
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 13. Доходность облигаций Банка Москвы



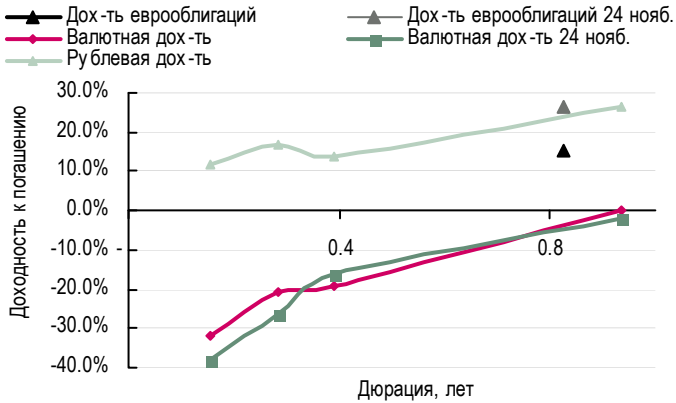
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 14. Доходность облигаций Банка Петрокоммерц



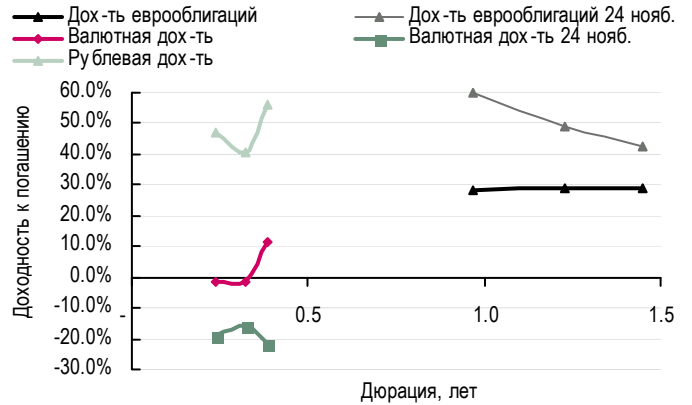
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 15. Доходность облигаций Банка Зенит



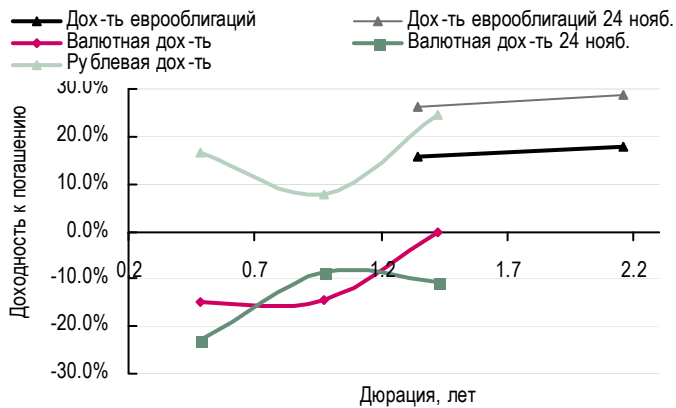
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 16. Доходность облигаций ХКФ Банка



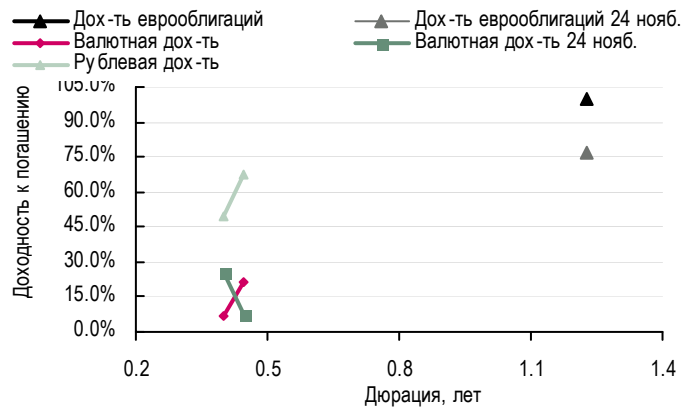
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 17. Доходность облигаций ТрансКредитБанка



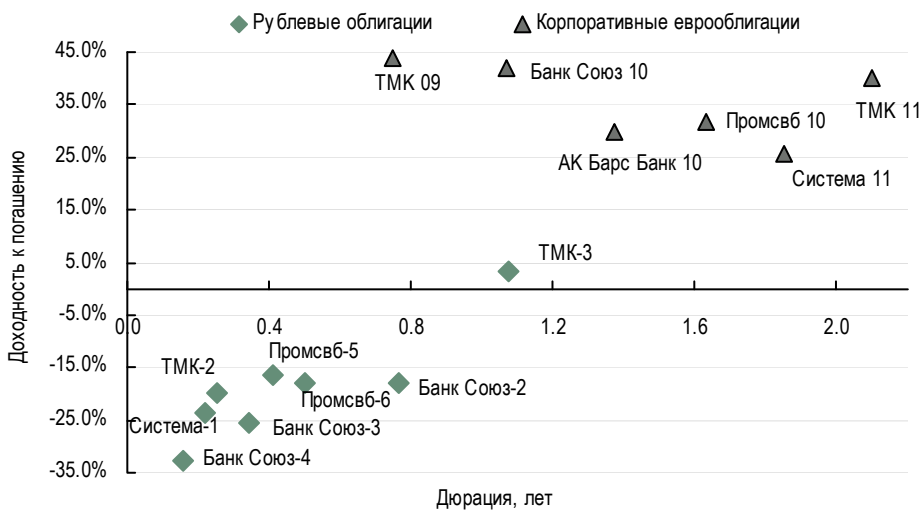
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 18. Доходность облигаций Татфондбанка



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 19. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

### Наши рекомендации

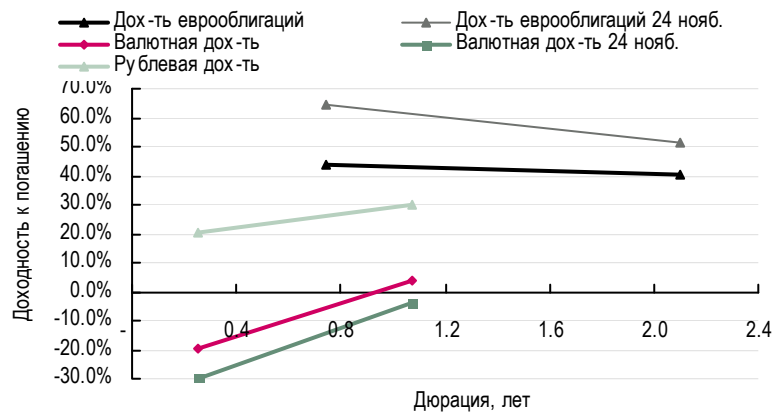
Поведение долгового рынка по-прежнему остается иррациональным, и из-за чрезвычайно дорогого хеджирования у большинства рублевых обязательств нет шансов превзойти по доходности еврооблигации (в долларовом выражении).

В то же время, мы выделяем несколько выпусков номинированных в рублях еврооблигаций, которые представляются привлекательными относительно как внешнего рынка, так и рублевых бумаг. Например, рублевые еврооблигации УРСА Банк 10 в настоящее время торгуются с валютной доходностью 25.32% (что соответствует цене предложения 65% от номинала). Выпуск Банк Москвы 09 при котировках 50.04-56.54 имеет валютную доходность 51.78% (по цене предложения). Таким образом, инвесторам, желающим вложить свободные средства в рублевые долговые обязательства, мы рекомендуем открыть позиции в указанных инструментах.

Что касается еврооблигаций, номинированных в долларах, наиболее недооцененными относительно внутреннего рынка мы считаем валютные долговые инструменты Газпрома (рис. 3) и ТМК (рис. 20). Внутренние обязательства данных эмитентов торгуются с рублевой доходностью, близкой к доходности к погашению еврооблигаций, не учитывая происходящее ослабление российской валюты. Соответственно, доходность к погашению еврооблигаций Газпрома и ТМК значительно превышает валютную доходность рублевых инструментов этих компаний.

Вместе с тем, мы отмечаем, что в долговых обязательствах ТМК присутствуют достаточно высокие кредитные риски, неприемлемые для некоторых консервативно настроенных инвесторов. В этом случае наиболее подходящим объектом для вложений могут стать еврооблигации Газпрома.

Рисунок 20. Доходность облигаций ТМК



Источники: ММББ, 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

123317, Москва  
Краснопресненская набережная, 18  
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

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа  
долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

**Рынок акций – Украина**  
Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@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  
Борис Красножонов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
Елена Савчик  
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Ульяна Типсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Дэвид Фергусон

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 662 5607  
Пол Роджер  
PRoger@rencap.com  
Артур Галимов

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Владимир Скляр

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Светлана Дрыгуш  
Дмитрий Ануфриев

**Рынок акций Средней Азии,  
стратегия**  
+ 7 (727) 244-1544  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова-Вентурини  
Бектас Мукажанов

**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  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 662 5612  
Юлия Попова  
Елена Ломакина  
Екатерина Лизунова

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Лорен Мэнди

© 2008 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.