



## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Дата публикации

25 мая 2006 г.

### Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

Валентина Крылова  
VKrylova@rencap.com

258 7968

- Стоимость рублевых облигаций некоторых эмитентов по-прежнему ниже стоимости еврооблигаций тех же эмитентов, несмотря на позитивную динамику рынка внутренних обязательств в период с 26 апреля по 22 мая. В настоящее время премия по четвертому, пятому и шестому выпускам рублевых облигаций Газпрома находится в диапазоне 31-44 б. п. относительно еврооблигаций компании.
- Валютная доходность большинства внутренних обязательств выросла на 10-20 б. п. вопреки их позитивной ценовой динамике, что объясняется падением стоимости хеджирования на 20-45 б. п.
- Кривая NDF приняла более плоскую форму: в настоящее время стоимость пятилетних беспоставочных форвардных контрактов составляет 27.52-27.89 рубля за доллар США против 28.49-28.69 по состоянию на 26 апреля.
- Облигации, рекомендованные нами к покупке в нашем отчете от 29 апреля 2006 г., продемонстрировали разнонаправленную динамику: шестой выпуск Газпрома (повышение на 0.6 п. п.) оказался в числе лидеров роста, тогда как котировки прочих долговых инструментов практически не изменились.
- Мы рекомендуем сохранять длинные позиции в рублевых обязательствах Газпрома, которые в настоящее время представляются недооцененными относительно еврооблигаций компании. Кроме того, инвестиции во внутренние долговые инструменты, на наш взгляд, будут подвержены меньшим рискам, поскольку избыточная рублевая ликвидность и укрепление российской валюты, по всей вероятности, компенсируют негативное влияние волатильности на мировых долговых рынках.

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.	343.20	15%	25%	50%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	220.20	91%	371%	102%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	10.50	-53%	-170%	-278%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	236.10	11%	45%	63%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	2.75	-2.8	-3.25	-3.25
Официальный курс USD/RUB	26.99	-2%	-6%	-4%
Официальный курс EUR/RUB	34.68	3%	2%	-2%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.32	-0.1	0.0	1.0

Рисунок 1. Индекс корпоративных и муниципальных рублевых облигаций Ренессанс Капитала

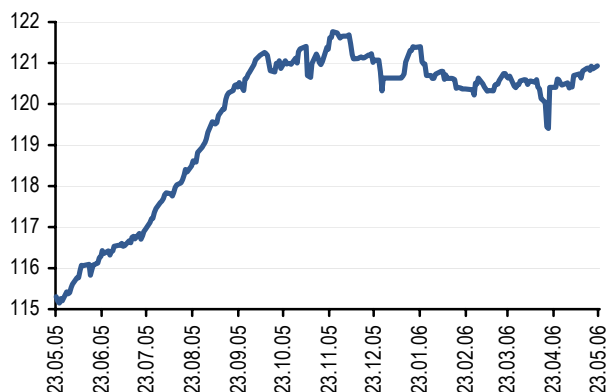


Рисунок 2. Объем торгов (с учетом сделок в РПС) рублевыми долговыми инструментами на ММВБ

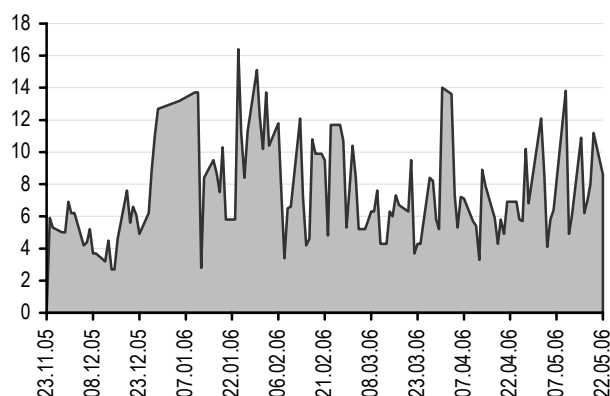


Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 22 мая 2006 г.

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.	Транзакционные издержки, б. п.	Валютная доходность на практике**
Газпром-3	18.01.07	0.6	101.48	5.86%	6.20%	-34	6.10%	8	33	6.02%
Газпром-5	09.10.07	1.3	101.30	6.68%	6.53%	15	6.44%	43	24	6.35%
Газпром-6	06.08.09	2.9	99.95	7.08%	6.55%	54	6.44%	44	22	6.02%
Газпром-4	10.02.10	3.2	104.05	7.08%	6.47%	62	6.37%	31	18	6.13%
МегаФон-2	11.04.07	0.9	102.09	6.91%	7.05%	-13	6.92%	н/д	29	6.86%
МегаФон-3	15.04.08	1.8	102.98	7.67%	7.30%	37	7.18%	н/д	28	7.07%
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.3	100.10	8.13%	9.21%	-108	8.96%	н/д	47	8.98%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.8	99.75	8.25%	8.42%	-17	8.25%	80	31	7.96%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.7	100.02	8.39%	8.07%	33	7.92%	7	28	7.73%
Северсталь	28.06.07	1.0	101.11	7.15%	7.15%	0	7.01%	н/д	26	6.72%
ТНК	28.11.06	0.5	104.65	5.88%	6.48%	-60	6.31%	н/д	34	6.07%
ХКФ Банк-2	16.05.06	1.0	100.00	8.68%	8.75%	-8	8.57%	н/д	27	8.18%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.8	100.00	8.50%	8.68%	-18	8.50%	н/д	31	8.40%

\* 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: MMBБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Ценовая динамика рублевых обязательств оказалась лучше динамики еврооблигаций

За прошлый месяц индекс Ренессанс Капитала для корпоративных еврооблигаций, учитывающий купонный доход и изменение цены, снизился на 0.84%, тогда как аналогичный индикатор по рублевым долговым инструментам вырос на 0.46%, отражая более позитивную динамику внутреннего долгового рынка по сравнению с рынком корпоративных еврооблигаций.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций в период с 26 апреля по 22 мая 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б.п.
Газпром 07	25.04.07	0.90	102.75	-0.43	6.01%	21.41
Газпром 09	21.10.09	2.97	113.71	-0.46	5.99%	5.61
Газпром 13	01.03.13	5.18	116.70	-1.20	6.53%	17.41
МегаФон 09	10.12.09	3.05	101.20	-0.40	7.61%	12.42
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.87	101.10	-0.37	7.45%	29.22
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	1.29	100.20	-0.07	7.63%	4.02
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.80	100.31	-0.06	7.94%	1.95
Северсталь 09	24.02.09	2.47	102.70	-0.23	7.51%	6.38
Северсталь 14	19.04.14	5.82	107.39	-0.18	7.97%	1.94
ТНК 07	06.11.07	1.38	106.59	-0.53	6.19%	14.15
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.57	101.66	-0.08	8.05%	0.83
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.91	100.51	-0.44	8.35%	21.54

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

С 26 апреля по 22 мая большинство еврооблигаций подешевели на 0.2-0.5 п.п., тогда как котировки рублевых инструментов подросли или не изменились под влиянием таких внутренних благоприятных факторов, как ожидание укрепления российской валюты и колоссальный приток рублевой ликвидности в финансовую систему (с 17 апреля объем золотовалютных резервов Банка России увеличился на USD 24.1 млрд, что означает вливание 650 млрд руб. в финансовую систему).

Несмотря на неизменившиеся или укрепившиеся котировки большинства рублевых облигаций, их валютная доходность увеличилась на 10-20 б. п. из-за снижения стоимости хеджирования. Иными словами, совокупный доход, определяющийся ценовой динамикой рублевых облигаций и изменениями в котировках контрактов NDF, оказался отрицательным под влиянием последнего фактора.

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций в период с 26 апреля по 22 мая 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.
Газпром-3	18.01.07	0.6	101.48	0.25	-58	-34	-30	6.10%	-28
Газпром-5	09.10.07	1.3	101.30	-0.15	6	15	-24	6.44%	29
Газпром-6	06.08.09	2.9	99.95	0.63	-23	54	-37	6.44%	14
Газпром-4	10.02.10	3.2	104.05	0.71	-24	62	-31	6.37%	7
МегаФон-2	11.04.07	0.9	102.09	-0.08	-10	-13	-24	6.92%	13
МегаФон-3	15.04.08	1.8	102.98	0.03	-8	37	-26	7.18%	17
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.3	100.10	0.00	-10	-108	-71	8.96%	58
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.8	99.75	0.07	-5	-17	-25	8.25%	19
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.7	100.02	0.23	-14	33	-27	7.92%	12
Северсталь	28.06.07	1.0	101.11	0.11	-16	0	-25	7.01%	9
ТНК	28.11.06	0.5	104.65	-0.35	-45	-60	-44	6.31%	-3
ХКФ Банк-2	16.05.06	1.0	100.00	0.00		-8		8.57%	
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.8	100.00	0.19	-23	-18	-25	8.50%	2

\* 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.

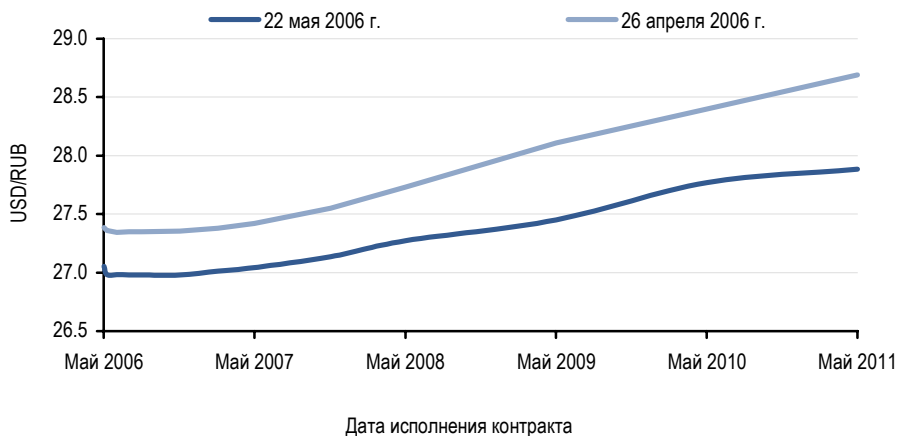
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Цены долгосрочных NDF отражают прогноз замедления темпов ослабления рубля

Кривая NDF приняла значительно более плоскую форму, отражая ожидания замедления темпов ослабления рубля в долгосрочной перспективе. Текущая стоимость пятилетних контрактов NDF составляет 27.52-27.89 рубля за доллар США против 28.49-28.69 по состоянию на 26 апреля.

Ожидания укрепления рубля в текущем году и более медленных темпов его ослабления в 2007-2011 гг. привели к снижению стоимости хеджирования на 20-45 б. п., способствуя росту валютной доходности внутренних долговых обязательств.

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB

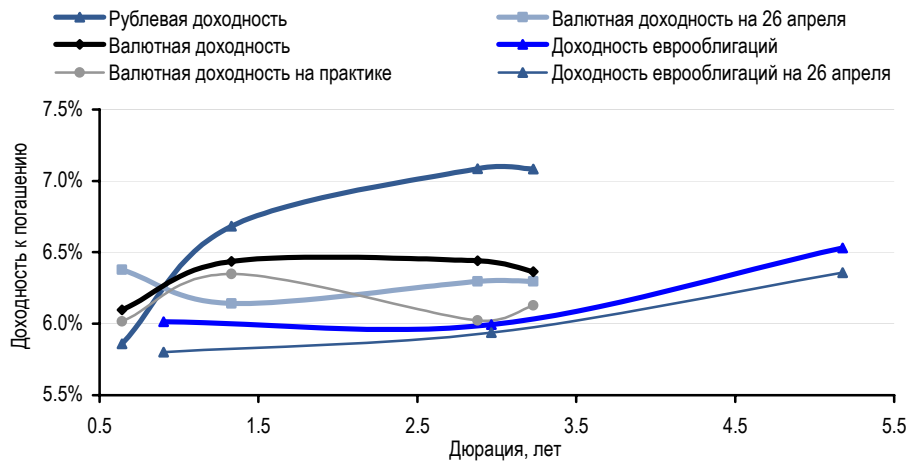


Источник: Bloomberg

## Рублевые облигации Газпрома и Банка Русский Стандарт недооценены

Несмотря на впечатляющий рост стоимости четвертого и шестого рублевых выпусков Газпрома (на 0.71 и 0.63 п. п. соответственно) и снижение котировок еврооблигаций монополии (на 0.4-1.2 п. п.), внутренние обязательства компании по-прежнему более привлекательны и торгуются с премией в 31-44 б. п. относительно внешних долговых инструментов монополии. Более того, «валютная доходность на практике» всех рублевых выпусков компании превышает валютную доходность ее еврооблигаций. Поскольку «валютная доходность на практике» получена при хеджировании сразу всех рублевых выплат по облигации одним контрактом NDF с датой исполнения сразу после погашения/оферты выпуска, она обычно оказывается существенно ниже просто «валютной доходности» и очень редко превышает доходность внешних долговых инструментов.

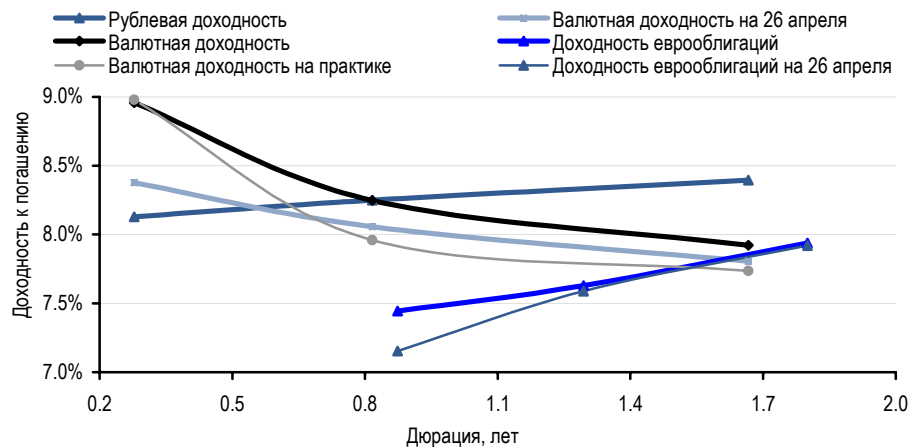
Рисунок 4. Доходность облигаций Газпрома



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Аналогичная картина наблюдается и по долговым обязательствам Банка Русский Стандарт. Валютная доходность и «валютная доходность на практике» рублевых облигаций банка (за исключением торгующегося на справедливом уровне выпуска Русский Стандарт-4) превышают доходность его еврооблигаций. Тем не менее, низкая ликвидность рублевых долговых инструментов банка усложняет возможности арбитража от использования этого неэффективного ценообразования.

Рисунок 5. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт

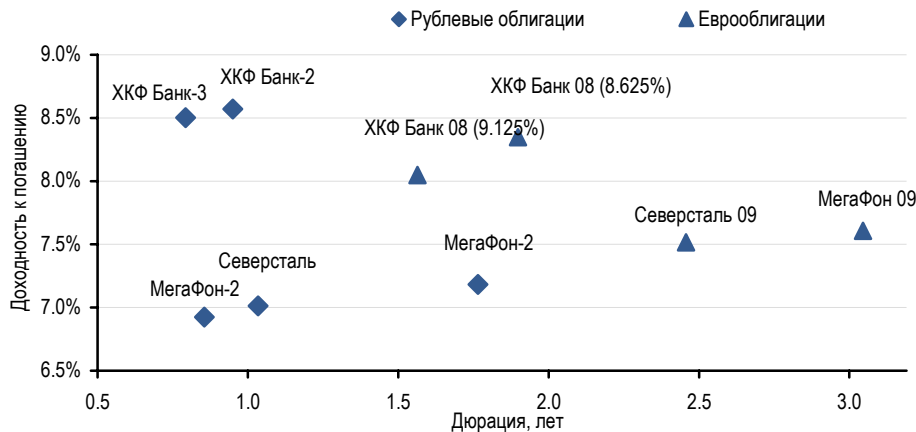


Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Прочие облигации торгуются на справедливых уровнях

Рублевые обязательства компаний Северсталь, МегаФон и ТНК, на наш взгляд, торгуются на справедливых уровнях. Кривая доходности, построенная для каждого эмитента на основании валютной доходности рублевых обязательств и доходности еврооблигаций, сохраняет нормальную форму (т. е. происходит рост доходности при увеличении дюрации). Облигации ХКФ Банка не предполагают возможностей для арбитража, поскольку наблюдаемая неэффективность ценообразования (рис. 6), по всей вероятности, находится в пределах bid/offer спреда.

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Наши рекомендации

Облигации, рекомендованные нами к покупке в отчете от 29 апреля 2006 г., продемонстрировали разнонаправленную ценовую динамику. Шестой выпуск Газпрома (повышение на 0.63 п. п.) оказался в числе лидеров роста. Однако успехи прочих рекомендованных нами инструментов оказались более скромными – их котировки практически не изменились. Между тем, с точки зрения валютной доходности прибыльность всех рублевых облигаций снизилась: с 26 апреля по 22 мая валютная доходность облигаций выросла на 10-20 б. п. (за исключением соответствующего показателя по облигациям ТНК – снижение на 3 б. п.).

Рублевые обязательства некоторых эмитентов по-прежнему более привлекательны, нежели еврооблигации тех же эмитентов. Кроме того, мы полагаем, что инвестиции во внутренние долговые инструменты будут подвержены меньшим рискам, поскольку избыточная рублевая ликвидность и укрепление российской валюты, по всей вероятности, компенсируют негативное влияние волатильности на мировых долговых рынках. В этих условиях мы рекомендуем инвесторам сохранять длинные позиции в рублевых обязательствах Газпрома, которые в настоящее время являются недооцененными относительно еврооблигаций компании.

## Раскрытие информации

### Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чи 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

**Руководитель 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	vpantushin@rencap.com	258 7930
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
Маджит Пайич	mpajic@rencap.com	204 4455
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
Анна Ковтун	akovtun@rencap.com	258 7770

### 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.