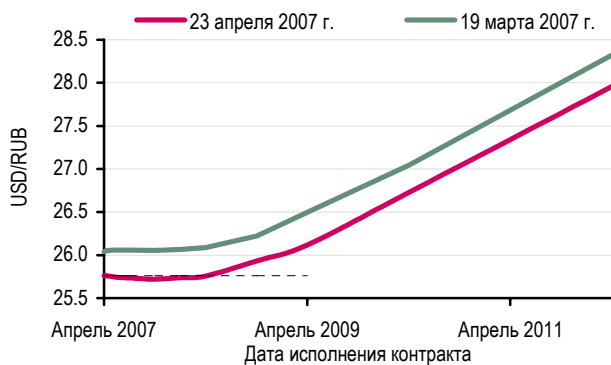


## Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

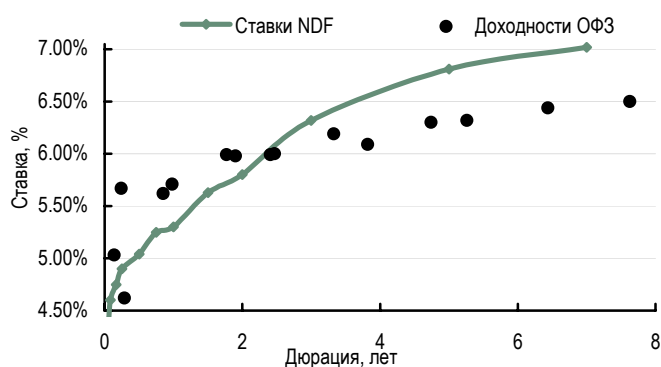
- Котировки рублевых и валютных долговых обязательств уверенно росли с 19 марта. За последний месяц индекс Ренессанс Капитала по 30 наиболее ликвидным выпускам рублевых облигаций вырос на 0.77%, а индекс по еврооблигациям увеличился на 0.73%.
- Внешний и внутренний рынки демонстрировали почти одинаковую динамику цен, поэтому существенных изменений в относительной стоимости рублевых обязательств и соответствующих еврооблигаций не произошло.
- Ставки NDF указывают на то, что доход по длинным хеджированным позициям в ОФЗ с дюрацией более 2.5 лет не превышает ставку по депозитам в долларах США. Та же картина наблюдается и в относительной стоимости внутренних и внешних обязательств большинства эмитентов.
- Мы включили в анализ долговые обязательства Газпромбанка, УРСА Банка, Банка Петрокоммерц, Банка Зенит и АКБ Союз.
- Согласно нашей модели относительной стоимости, еврооблигации УРСА Банка, Банка Петрокоммерц и, особенно, Банка Зенит и АКБ Союз существенно недооценены по отношению к соответствующим рублевым выпускам.
- Доходность к погашению перечисленных выше внешних обязательств превышает валютную доходность соответствующих рублевых облигаций на 144-259 б. п. В связи с этим мы даем рекомендацию ПОКУПКА по этим еврооблигациям.
- Еще один способ воспользоваться этой ценовой диспропорцией – перевложить средства из рублевых облигаций указанных эмитентов в рублевые инструменты ХКФ Банка (третий и четвертый выпуски) и внутренние обязательства РСХБ, которые представляются привлекательными с точки зрения относительной стоимости.

Рисунок 1. Динамика форвардов на USD/RUB



Источники: Bloomberg

Рисунок 2. Ставки NDF и доходности ОФЗ



Источники: ММББ, Bloomberg

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 23 апреля 2007 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**
Банк Союз-1	24.04.08	0.95	101.58	7.82%	7.15%	67	7.01%	н/д	19	6.94%
Банк Союз-2	05.10.09	2.26	100.34	8.38%	6.86%	152	6.75%	-259	13	6.53%
ВТБ-6	18.07.07	0.24	100.01	6.61%	7.09%	-48	6.95%	н/д	25	6.96%
ВТБ-4	20.03.08	0.89	100.00	6.39%	6.45%	-6	6.37%	74	11	6.34%
ВТБ-5	24.04.08	0.97	100.00	6.03%	6.06%	-3	5.97%	34	9	5.25%
ВТБ 09	13.04.09	1.88	101.35	6.36%	5.68%	68	5.61%	-3	11	5.52%
Газпром-5	09.10.07	0.46	101.12	5.16%	5.52%	-36	5.46%	н/д	14	5.48%
Газпром-6	06.08.09	2.13	100.90	6.62%	5.71%	91	5.63%	5	11	4.73%
Газпром-7	29.10.09	2.22	100.58	6.65%	5.61%	104	5.53%	-5	11	4.88%
Газпром-4	10.02.10	2.53	104.25	6.64%	5.48%	116	5.41%	-16	11	5.04%
Газпром-8	27.10.11	3.82	100.40	7.01%	5.20%	181	5.13%	-53	13	4.70%
Газпромбанк-2 (оферта)	28.11.07	0.58	100.19	6.29%	6.62%	-32	6.34%	н/д	18	6.34%
Газпромбанк-1	27.01.11	3.32	99.66	7.33%	5.28%	205	5.05%	-90	16	4.66%
Зенит-3	14.11.07	0.54	100.51	7.63%	7.78%	-15	7.63%	н/д	19	7.63%
Зенит-2	16.02.09	1.70	100.62	8.16%	7.38%	78	7.26%	н/д	12	7.17%
МегаФон-3	15.04.08	0.96	102.25	6.95%	7.00%	-4	6.90%	н/д	10	6.89%
Петрокоммерц-2	31.08.09	2.16	100.70	8.33%	6.74%	159	6.64%	-144	14	6.41%
РСХБ-1	04.06.08	1.07	100.25	7.15%	7.03%	11	6.95%	н/д	10	6.43%
РСХБ-3	18.02.10	2.52	100.33	7.33%	6.15%	118	6.06%	39	11	5.73%
РСХБ-2	16.02.11	3.30	102.19	7.38%	5.92%	147	5.83%	8	12	4.71%
Русский Стандарт-6	23.08.07	0.31	100.00	8.20%	8.63%	-43	8.34%	140	20	8.49%
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.33	99.98	8.59%	9.01%	-42	8.71%	177	19	8.84%
Русский Стандарт-4	03.03.08	0.84	100.25	8.08%	8.16%	-8	8.03%	91	12	7.98%
Русский Стандарт-7	03.04.08	0.90	100.03	8.64%	8.70%	-6	8.54%	141	11	8.52%
Русский Стандарт-5	11.09.08	1.33	100.65	8.14%	7.78%	36	7.68%	34	12	7.52%
ТМК-2	24.03.09	1.81	100.25	7.59%	6.93%	67	6.82%	н/д	11	6.69%
ТМК-3	19.02.08	0.81	100.50	7.43%	7.52%	-9	7.38%	н/д	12	7.33%
УРСА Банк-3	04.06.09	1.90	101.80	8.83%	7.05%	178	6.93%	-79	15	6.63%
УРСА Банк-5	18.10.11	3.56	102.88	9.47%	7.58%	189	7.44%	-145	14	6.88%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.06	99.98	8.86%	9.44%	-58	8.64%	н/д	89	9.57%
ХКФ Банк-3	18.09.08	1.32	100.30	9.54%	9.16%	38	9.01%	41	12	8.86%
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.39	100.86	9.66%	9.23%	43	9.05%	45	13	8.97%

\* 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: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Впечатляющая динамика долговых обязательств

Котировки большинства рублевых и долларовых обязательств с 19 марта по 23 апреля выросли на 0.2-1.2 п. п. Благодаря сходной динамике относительная стоимость ликвидных внутренних и внешних облигаций практически не изменилась.

## Ставки NDF отражают низкий доход по хеджированным позициям

Ставки NDF при сравнении с доходностями ОФЗ (рис. 2) демонстрируют ту же картину, что и долговые обязательства Газпрома (рис. 3). А именно, хеджирование позиций в средне- и долгосрочных рублевых выпусках приносит меньшую прибыль, чем доходность соответствующих внешних инструментов.

Тот факт, что при дюрации более 2.5 лет ставки NDF выше доходности ОФЗ, говорит о том, что доход по хеджированной позиции в долгосрочных ОФЗ не превышает ставку по депозиту в долларах США с аналогичным сроком погашения.

Очевидно, что хеджированные позиции в рублевых облигациях позволяют гарантировать определенный доход в долларовом выражении и устраняют валютный риск. Инвесторам, готовым принять риск изменения курса рубля, мы рекомендуем нехеджированные длинные позиции в рублевых инструментах, так как ожидаем укрепление курса российской валюты в среднесрочном периоде.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций с 19 марта по 23 апреля 2007 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
Банк Союз 10	16.02.10	2.50	100.05	0.31	9.34%	-13
ВТБ 08	11.12.08	1.54	101.90	-0.07	5.63%	-2
ВТБ 11	12.10.11	3.90	107.27	0.33	5.63%	-11
Газпром 13-3	25.04.07	2.24	100.10	0.07	5.58%	-3
Газпром 13-2	22.07.13	2.62	97.29	0.22	5.57%	-5
Газпром 13-1	01.03.13	4.68	119.12	0.50	5.73%	-14
Газпромбанк 08	30.10.08	1.42	102.22	-0.05	5.69%	-5
Газпромбанк 11	15.06.11	3.54	107.18	0.73	5.98%	-23
Газпромбанк 15	23.09.15	6.59	100.57	0.34	6.41%	-5
Банк Зенит 09	27.10.09	2.21	100.07	0.17	8.72%	-7
МегаФон 09	10.12.09	2.36	104.19	0.14	6.24%	-11
Петрокоммерц 09	27.03.09	1.82	100.11	0.55	7.93%	-31
Петрокоммерц 09-2	17.12.09	2.36	101.33	1.10	8.17%	-47
РСХБ 10	29.11.10	3.17	103.64	0.56	5.74%	-19
РСХБ 13	16.05.13	4.92	106.36	1.01	5.91%	-21
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	0.43	100.32	0.01	6.98%	-20
Рус.Стандарт 08	21.04.08	0.98	100.90	0.64	7.16%	-70
Рус.Стандарт 10	07.10.10	3.09	97.98	2.56	8.18%	-85
ТМК 09	29.09.09	2.24	103.79	0.31	6.77%	-19
УРСА Банк 08	19.05.08	1.00	102.56	0.34	7.20%	-50
УРСА Банк 09	12.05.09	1.85	102.45	0.77	7.68%	-44
УРСА Банк 11 (12%)	30.12.11	3.66	111.40	2.58	8.96%	-69
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	0.76	100.35	0.05	8.61%	-12
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.12	100.00	0.24	8.60%	-20

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций с 19 марта по 23 апреля 2007 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.
Банк Союз-1	24.04.08	0.95	101.58	0.05	-19	67	6	7.01%	-24
Банк Союз-2	05.10.09	2.26	100.34	0.34	-16	152	-3	6.75%	-12
ВТБ-6	18.07.07	0.24	100.01	-0.36	116	-48	-68	6.95%	185
ВТБ-4	20.03.08	0.89	100.00	-0.15	15	-6	-26	6.37%	43
ВТБ-5	24.04.08	0.97	100.00	0.00		-3		5.97%	
ВТБ 09	13.04.09	1.88	101.35	-0.05	0	68	-25	5.61%	24
Газпром-5	09.10.07	0.46	101.12	0.02	-46	-36	-48	5.46%	5
Газпром-6	06.08.09	2.13	100.90	0.17	-10	91	-18	5.63%	8
Газпром-7	29.10.09	2.22	100.58	0.48	-21	104	-14	5.53%	-7
Газпром-4	10.02.10	2.53	104.25	0.21	-13	116	-10	5.41%	-4
Газпром-8	27.10.11	3.82	100.40	0.59	-16	181	-2	5.13%	-13
Газпромбанк-2 (оферта)	28.11.07	0.58	100.19	0.11	-22	-32	-29	6.34%	1
Газпромбанк-1	27.01.11	3.32	99.66	0.42	-13	205	2	5.05%	-14
Зенит-3	14.11.07	0.54	100.51	0.31	-64	-15	-24	7.63%	-38
Зенит-2	16.02.09	1.70	100.62	0.73	-46	78	-14	7.26%	-31
МегаФон-3	15.04.08	0.96	102.25	0.25	-45	-4	-30	6.90%	-13
Петрокоммерц-2	31.08.09	2.16	100.70	0.72	-36	159	3	6.64%	-38
РСХБ-1	04.06.08	1.07	100.25	0.00	-2	11	-23	6.95%	21
РСХБ-3	18.02.10	2.52	100.33			118		6.06%	
РСХБ-2	16.02.11	3.30	102.19	0.39	-13	147	-7	5.83%	-6
Русский Стандарт-6	23.08.07	0.31	100.00	-0.08	16	-43	-58	8.34%	70
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.33	99.98	-0.15	36	-42	-57	8.71%	87
Русский Стандарт-4	03.03.08	0.84	100.25	0.20	-27	-8	-27	8.03%	0
Русский Стандарт-7	03.04.08	0.90	100.03	0.02	-3	-6	-28	8.54%	27
Русский Стандарт-5	11.09.08	1.33	100.65	0.90	-73	36	-11	7.68%	-59
ТМК-2	24.03.09	1.81	100.25	0.16	-13	67	-24	6.82%	13
ТМК-3	19.02.08	0.81	100.50	-0.05	-2	-9	-28	7.38%	25
УРСА Банк-3	04.06.09	1.90	101.80	0.63	-36	178	5	6.93%	-39
УРСА Банк-5	18.10.11	3.56	102.88	1.19	-34	189	-9	7.44%	-24
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.06	99.98	0.13	-71	-58	-108	8.64%	-1
ХКФ Банк-3	18.09.08	1.32	100.30	0.31	-25	38	-11	9.01%	-11
ХКФ Банк-4	15.10.08	1.39	100.86	0.45	-37	43	-14	9.05%	-20

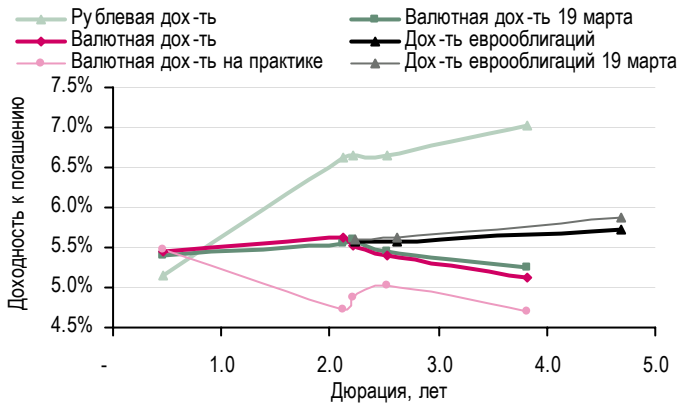
\* - Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

### Ликвидные рублевые инструменты оценены справедливо относительно еврооблигаций

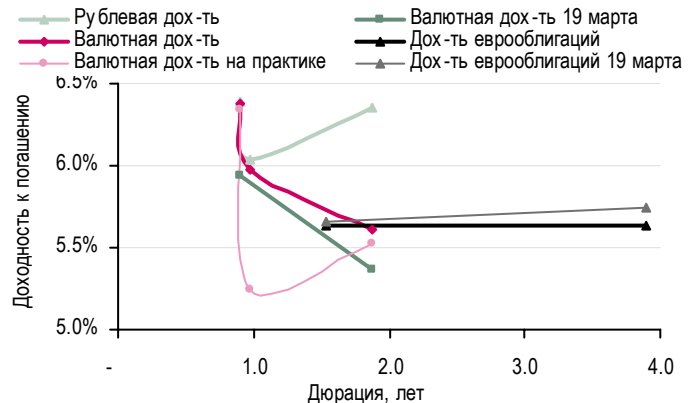
Рублевые облигации Газпрома, РСХБ, ХКФ Банка и ликвидные выпуски ВТБ по-прежнему в целом справедливо оценены относительно соответствующих еврооблигаций. Разрыв между валютной доходностью рублевых обязательств и доходностью еврооблигаций составляет не более 55 б. п., что не превышает спрэд между котировками спроса и предложения.

Рисунок 3. Доходность облигаций Газпрома



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Доходность облигаций ВТБ



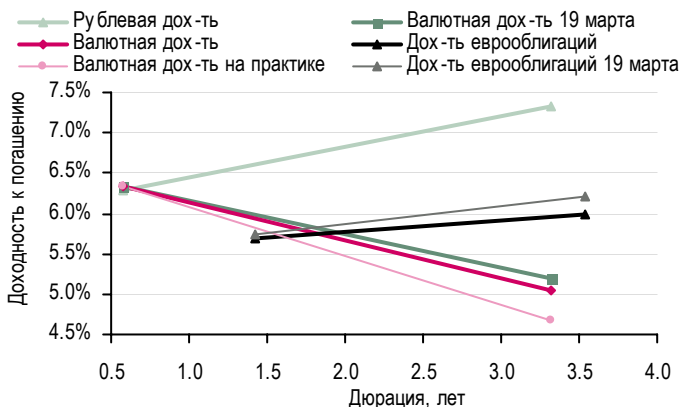
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

### В анализ добавлены еще пять эмитентов

Мы включили в наш анализ долговые обязательства Газпромбанка, УРСА Банка, Банка Петрокоммерц, Банка Zenit, АКБ Союз и новый выпуск РСХБ-3. Ценообразование некоторых из этих инструментов неэффективно.

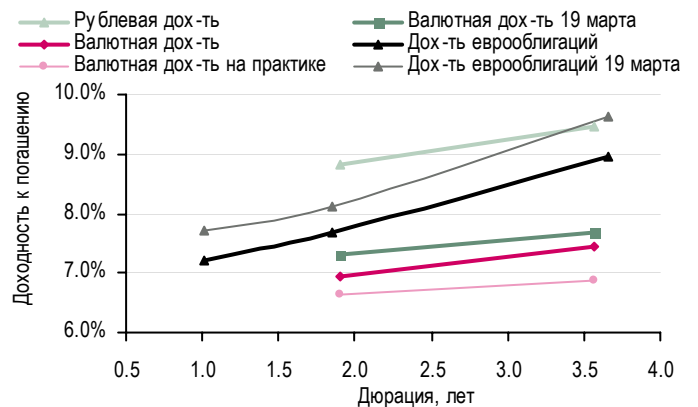
Например, рублевые облигации УРСА Банка недооценены по отношению к внешним долговым обязательствам. Валютная доходность рублевых облигаций банка все еще на 79-145 б. п. ниже уровня доходности внешнего рынка, несмотря на недавний рост котировок еврооблигаций.

Рисунок 5. Доходность облигаций Газпромбанка



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 6. Доходность облигаций УРСА Банка



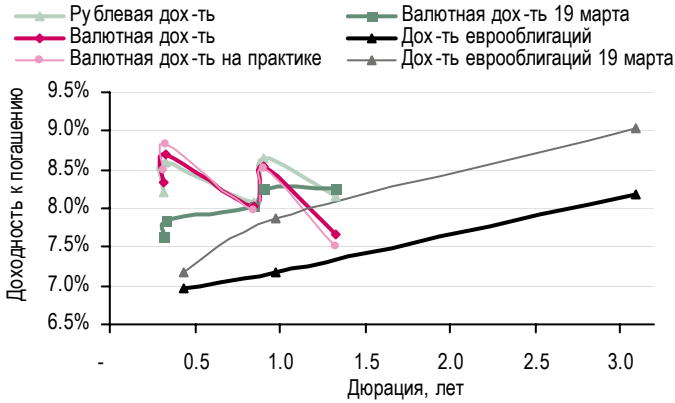
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Выпуск Петрокоммерц-2 существенно переоценен относительно валютных обязательств эмитента. В рублевом выражении доходность к погашению этого выпуска колеблется на уровне доходности еврооблигаций, тогда как его валютная доходность на 144 б. п. ниже.

Рублевые обязательства Банка Русский Стандарт, напротив, стали недооцененными в результате недавнего ценового ралли его еврооблигаций: валютная доходность рублевых выпусков банка на 34-177 б. п. выше доходности соответствующих еврооблигаций. Однако наиболее ликвидные

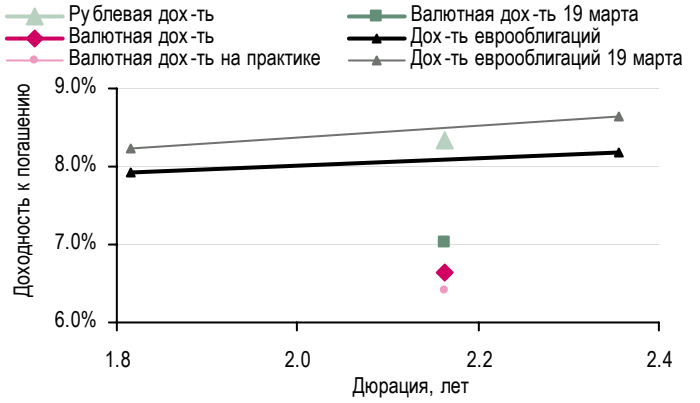
инструменты этого эмитента (Русский Стандарт-4 и Русский Стандарт-5) торгуются с премией к доходности еврооблигаций на уровне всего 34-91 б. п., тогда как остальные выпуски, предлагающие достаточно привлекательную валютную доходность, имеют низкую ликвидность.

Рисунок 7. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

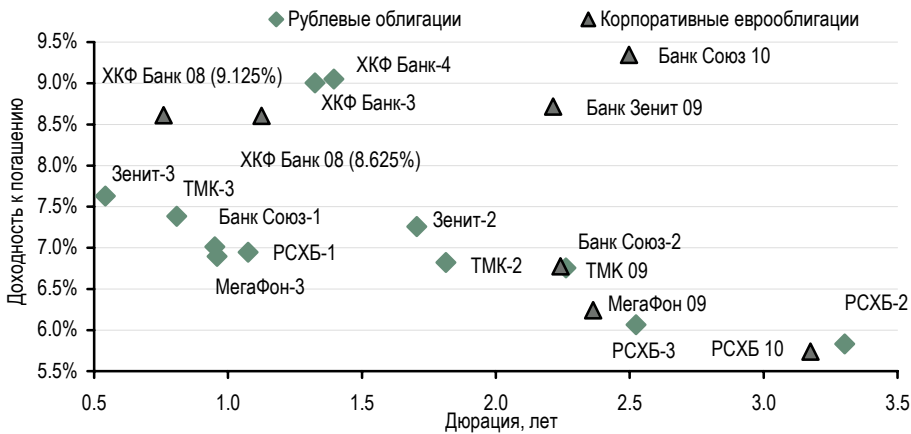
Рисунок 8. Доходность облигаций Банка Петрокоммерц



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Относительная стоимость долговых обязательств Банка Зенит, АКБ Союз и ТМК также представляется необоснованной. Рублевые выпуски указанных эмитентов торгуются практически с сопоставимой валютной доходностью (в диапазоне 6.75-7.63%), тогда как доходность их еврооблигаций существенно различается. Доходность к погашению валютных обязательств Банк Зенит 09 превышает соответствующий показатель выпуска ТМК 09 на 194 б. п., а еврооблигации АКБ Союз 10 предлагают премию в 257 б. п. к доходности обязательств ТМК.

Рисунок 9. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Наши рекомендации

Анализ относительной стоимости показывает, что еврооблигации УРСА Банка, Банка Петрокоммерц и, особенно, выпуски Банк Зенит 09 и АКБ Союз 10 недооценены относительно внутренних обязательств. Их доходности к погашению превышают валютную доходность соответствующих рублевых облигаций на 144-259 б. п., а значит, эти инструменты являются привлекательными для инвестирования.

Существует и другая возможность воспользоваться этой ценовой диспропорцией: мы рекомендуем инвесторам перевложить средства из рублевых облигаций вышеуказанных эмитентов в рублевые инструменты ХКФ Банка (третий и четвертый выпуски) и внутренние обязательства РСХБ.

# 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

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
Amoisseev@rencap.com

#### Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
Nzagvozdina@rencap.com

#### Заместитель начальника отдела анализа долговых обязательств

Павел Мамай  
+ 7 (495) 258 7708  
Pmamai@rencap.com

#### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл  
Dnangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

#### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова  
Malexeenkova@rencap.com

#### Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов  
Efaritov@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  
Ованес Оганисян  
Тим Брэнтон

#### 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

#### Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг  
Dweaving@rencap.com

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
Awaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилл  
Джулия Белл  
Трэвис Джонс

#### Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин  
Vpantuyushin@rencap.com  
Олеся Черданцева

#### 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  
Фаиг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеецова  
Владислав Носик

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
Emalakhova@rencap.com  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Котун

#### Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
Amoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

#### Кредитный анализ + 7 (495) 258 7708

Павел Мамай  
Pmamai@rencap.com  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова

#### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова  
Ostepanova@rencap.com  
Юлия Попова

© 2007 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