

Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- Динамика котировок российских внутренних и внешних долговых инструментов с 21 августа по 26 сентября была разнонаправленной.
- Существенная премия рублевых выпусков к еврооблигациям, наблюдавшаяся в течение долгого времени, уменьшилась под воздействием изменения стоимости контрактов NDF.
- Форма кривой NDF изменилась, что привело к повышению стоимости хеджирования:
 - Текущая стоимость контрактов NDF отражает ожидания укрепления рубля только до начала 2008 г., тогда как месяц назад в ней учитывался высокий курс рубля до июня 2008 г.
 - Стоимость долгосрочных форвардных контрактов также складывается не в пользу высокого курса рубля. В частности, стоимость трехлетних контрактов NDF в настоящее время учитывает обесценение рубля на 1.8% (месяц назад – 1%), а стоимость пятилетних контрактов – удешевление рубля на 4.9% (3.8% месяцем ранее).
- Мы рекомендуем инвесторам сохранять длинные хеджированные позиции в рублевых облигациях Газпрома и выпуске Импэксбанк-3, а также открыть длинные хеджированные позиции в облигациях Русский Стандарт-3.

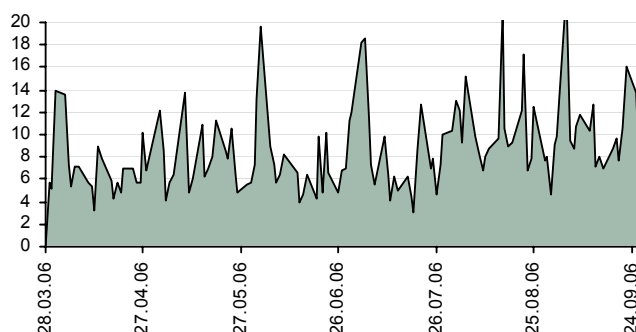
Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	327.50	-4%	1%	-3%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	123.90	-54%	-4%	28%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	61.70	-45%	556%	30750%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	260.40	4%	27%	68%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	3.00	0.5	-3.50	1.50
Официальный курс USD/RUB	26.73	0%	-4%	-6%
Официальный курс EUR/RUB	34.06	-1%	2%	-1%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	4.30	-0.1	-1.2	0.4

Рисунок 1. Индекс РК по корпоративным и муниципальным рублевым облигациям



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

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



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Изменение цен облигаций было разнонаправленным

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 26 сентября 2006 г.

Облигации	Погашение/Оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая доходность	Долларовая доходность	Стоимость хеджирования, б. п.	Валютная доходность*	Премия к еврооблигациям, б. п.	Транзакционные издержки, б. п.	Валютная доходность на практике**
Газпром-3	18.01.07	0.31	100.90	5.20%	5.80%	-60	5.82%	24	32	6.41%
Газпром-5	09.10.07	0.98	101.97	5.67%	5.95%	-28	5.87%	28	15	5.48%
Газпром-6	06.08.09	2.62	100.65	6.80%	6.23%	58	6.14%	51	15	5.99%
Газпром-4	10.02.10	3.00	104.56	6.80%	6.11%	69	6.03%	33	15	5.58%
Импексбанк-2	25.04.07	0.55	100.20	7.25%	7.92%	-68	7.77%	141	20	7.84%
Импексбанк-3	16.05.07	0.61	101.46	6.92%	7.55%	-62	7.42%	106	19	7.47%
МегаФон-2	11.04.07	0.52	101.50	6.50%	7.20%	-70	7.08%	н/д	21	7.17%
МегаФон-3	15.04.08	1.43	103.17	7.18%	7.07%	11	6.97%	н/д	13	6.58%
РСХБ-1	06.12.06	0.19	100.40	5.52%	5.75%	-23	5.64%	н/д	44	6.03%
РСХБ-2	16.02.11	3.74	101.34	7.70%	6.80%	90	6.70%	34	15	6.18%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.47	99.50	8.90%	9.66%	-77	9.36%	228	24	9.42%
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.88	100.24	8.26%	8.67%	-40	8.49%	102	16	8.45%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.38	99.90	8.49%	8.46%	3	8.28%	68	13	8.22%
Северсталь	28.06.07	0.73	100.95	6.88%	7.42%	-54	7.29%	н/д	16	7.19%
ТНК	28.11.06	0.17	102.40	1.02%	1.09%	-7	1.40%	н/д	45	2.01%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.61	99.80	9.00%	9.63%	-63	9.40%	н/д	19	8.60%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.48	99.70	9.19%	9.96%	-78	9.64%	н/д	23	9.68%

* 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

За период с 21 августа по 26 сентября российские внутренние долговые обязательства и еврооблигации демонстрировали разнонаправленную динамику. Главным фактором, влияющим на валютную доходность рублевых облигаций, было изменение стоимости хеджирования.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций с 21 августа по 26 сентября 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
Газпром 07	25.04.07	0.56	101.99	-0.25	5.58%	-10
Газпром 09	21.10.09	2.62	113.54	0.08	5.63%	-15
Газпром 13	01.03.13	5.05	118.63	-0.03	6.08%	-3
Импексбанк 07	29.06.07	0.74	101.91	-0.18	6.36%	-7
МегаФон 09	10.12.09	2.83	101.88	-0.50	7.33%	15
РСХБ 10	29.11.10	3.63	101.83	0.12	6.36%	-4
РСХБ 13	16.05.13	5.29	103.65	0.35	6.49%	-7
Рус. Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.53	100.85	-0.12	7.13%	-3
Рус. Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	0.95	100.26	-0.17	7.53%	15
Рус. Стандарт 08	21.04.08	1.46	100.73	-0.09	7.62%	4
Северсталь 09	24.02.09	2.22	103.29	-0.55	7.11%	18
Северсталь 14	19.04.14	5.47	106.51	-1.69	8.08%	28
ТНК 07	06.11.07	1.04	105.31	-0.22	5.98%	-18
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.29	101.34	0.12	8.05%	-16
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.64	100.29	0.07	8.43%	-5

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Валютная доходность рублевых выпусков снизилась в среднем на 20-50 б. п., тогда как изменение доходности еврооблигаций не превышало 15 б. п. В результате сохранявшаяся долгое время значительная премия внутренних обязательств к еврооблигациям уменьшилась.

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций с 21 августа по 26 сентября 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	0.31	100.90	-0.26	-35	-60	59	5.82%	-89
Газпром-5	09.10.07	0.98	101.97	0.76	-18	-28	23	5.87%	-39
Газпром-6	06.08.09	2.62	100.65	0.10	2	58	27	6.14%	-24
Газпром-4	10.02.10	3.00	104.56	0.11	-5	69	22	6.03%	-27
Импексбанк-2	25.04.07	0.55	100.20	0.20	3	-68	24	7.77%	-20
Импексбанк-3	16.05.07	0.61	101.46	0.16	-73	-62	25	7.42%	-94
МегаФон-2	11.04.07	0.52	101.50	-0.15	-18	-70	25	7.08%	-41
МегаФон-3	15.04.08	1.43	103.17	-0.18	-3	11	29	6.97%	-31
РСХБ-1	06.12.06	0.19	100.40	0.00	-73	-23	120	5.64%	-193
РСХБ-2	16.02.11	3.74	101.34	0.36	-24	90	21	6.70%	-44
Русский Стандарт-5	23.03.07	0.47	99.50	0.00	-5	-77	25	9.36%	-35
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.88	100.24	-0.26	-23	-40	21	8.49%	-38
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.38	99.90	0.15	4	3	33	8.28%	-31
Северсталь	28.06.07	0.73	100.95	0.10	-28	-54	19	7.29%	-46
ТНК	28.11.06	0.17	102.40	-0.10	-454	-7	141	1.40%	-570
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.61	99.80	-0.10	12	-63	26	9.40%	-13
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.48	99.70	-0.05	31	-78	24	9.64%	1

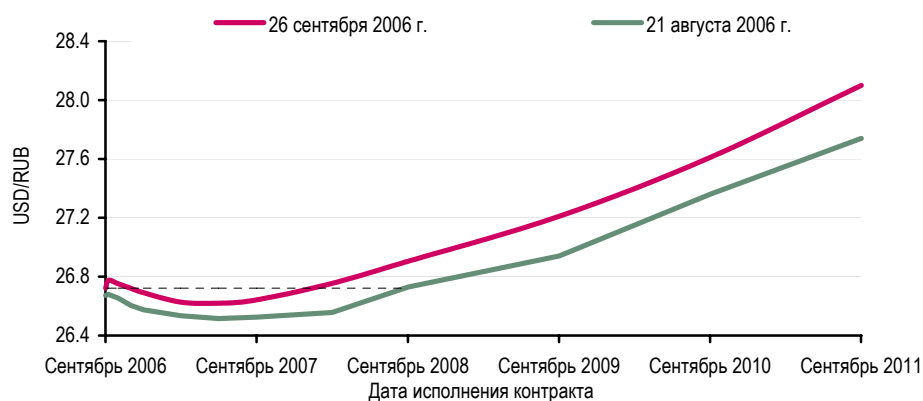
Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость хеджирования увеличилась на 20-60 б. п.

Форма кривой NDF изменилась, что привело к повышению стоимости хеджирования. Во-первых, текущая стоимость контрактов NDF отражает ожидания укрепления рубля только до начала 2008 г., тогда как месяц назад в ней учитывался высокий курс рубля до июня 2008 г. Во-вторых, стоимость долгосрочных форвардных контрактов складывается не в пользу высокого курса рубля. В частности, стоимость трехлетних контрактов NDF в настоящее время учитывает снижение курса рубля на 1.8% (месяц назад – 1%), а стоимость пятилетних контрактов – девальвацию на 4.9% (3.8% месяцем ранее).

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



Источник: Bloomberg

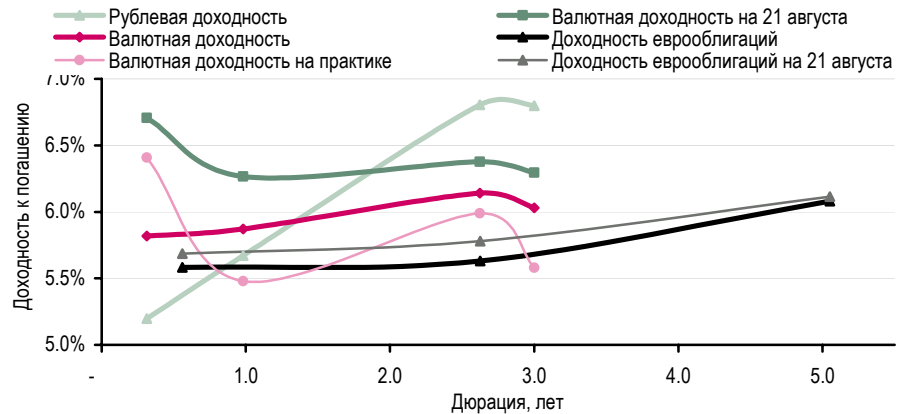
Такая динамика привела к повышению стоимости хеджирования рублевых облигаций (в среднем на 20-60 б. п.). В то же время стоимость хеджирования облигаций со сроком погашения в следующем году остается отрицательной. Иными словами, хеджирование краткосрочных рублевых обязательств обеспечивает инвесторам прибыль дополнительно к рублевой доходности облигаций.

Премии рублевых облигаций уменьшились

Рублевые облигации Газпрома по-прежнему привлекательны

Премия рублевых обязательств Газпрома к еврооблигациям уменьшилась с 46-103 б. п. до 24-51 б. п. как по причине роста котировок внутреннего долга компании, так и из-за увеличения стоимости хеджирования.

Рисунок 4. Доходность облигаций Газпрома

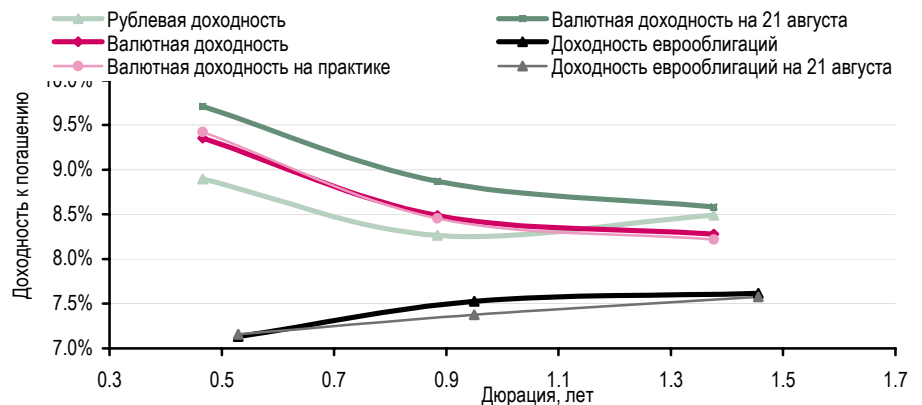


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Премия по другим рублевым выпускам снизилась

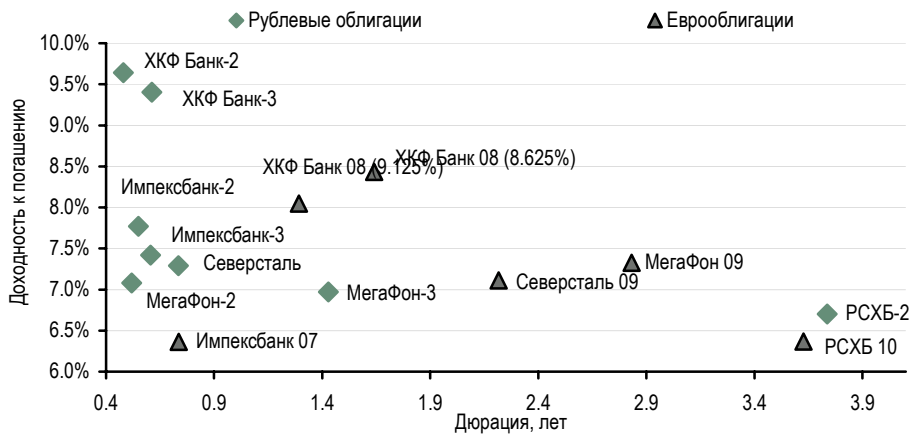
Общая тенденция к снижению премий рублевых облигаций относительно внешних долговых инструментов затронула всех рассматриваемых эмитентов. Например, премии рублевых обязательств Импэксбанка к еврооблигациям сократились с 154-192 б. п. до 106-141 б. п., выпусков РСХБ – с 73 б. п. до 34 б. п., облигаций Банка Русской Стандарт – с 106-258 б. п. до 68-228 б. п.

Рисунок 5. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Наши рекомендации

Мы по-прежнему положительно оцениваем перспективы рублевых долговых обязательств и рекомендуем инвесторам сохранять длинные хеджированные позиции в рублевых выпусках Газпрома, а также в облигациях Импэксбанк-3. Среди рублевых долговых инструментов Банка Русский Стандарт достаточно привлекательным и ликвидным, по нашему мнению, является третий выпуск, поэтому мы также включаем его в наши рекомендации (мы рекомендуем открыть в нем длинную хеджированную позицию).

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

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

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Николай Подгузов
Наргиз Садыгова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantushin@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

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

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jropova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

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

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

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

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов. ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100