



## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

### Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

Дата публикации 28 апреля 2006 г.

Валентина Крылова  
VKrylova@rencap.com

258 7968

- В результате снижения котировок и сокращения стоимости хеджирования валютная доходность рублевых облигаций выросла на 30-95 б. п., что сделало их более привлекательными по сравнению с еврооблигациями. В частности, рублевые обязательства Газпрома торгуются с премией в 30-60 б. п. к еврооблигациям компании.
- В период с 20 марта по 26 апреля кривая NDF сдвинулась вниз на 35-60 копеек и стала более плоской, что снизило стоимость хеджирования всех рублевых облигаций.
- В настоящее время стоимость хеджирования облигаций с погашением в 2006 г. отрицательна, поскольку в стоимости контрактов NDF учтено укрепление рубля в этот период.
- Анализ относительной стоимости свидетельствует о том, что рублевые обязательства в кратко- и среднесрочном сегментах кривой доходности являются более привлекательными.
- Мы полагаем, что наибольший потенциал ценового роста существует у рублевых облигаций ТНК, Газпром-5 и Газпром-6, котировки которых должны восстановиться после недавнего резкого падения.
- Рублевые облигации Банка Русский Стандарт (за исключением выпуска Русский Стандарт-4, торгующегося на справедливом уровне) также недооценены относительно еврооблигаций банка.

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.	337.70	4%	17%	16%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	64.50	-50%	-15%	-47%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	47.40	404%	-292%	76%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	212.00	4%	30%	50%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	5.00	-1.5	-2.00	3.25
Официальный курс USD/RUB	27.39	-2%	-4%	-1%
Официальный курс EUR/RUB	34.01	2%	-1%	-5%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.27	-0.3	0.6	1.7

Рисунок 1. Индекс корпоративных и муниципальных рублевых облигаций Ренессанс Капитала



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

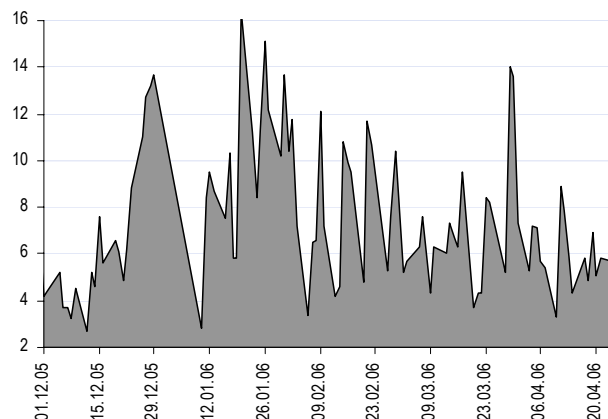


Таблица 1. Валютная доходность рублевых корпоративных облигаций по состоянию на 26 апреля 2006 г.

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	0.1	100.19	6.33%	8.73%	-240	7.83%	н/д	73	8.28%
Газпром-3	18.01.07	0.7	101.23	6.44%	6.49%	-4	6.38%	60	16	6.36%
Газпром-5	09.10.07	1.4	101.45	6.62%	6.23%	39	6.14%	31	10	6.08%
Газпром-6	06.08.09	2.9	99.32	7.31%	6.40%	91	6.30%	36	13	5.90%
Газпром-4	10.02.10	3.3	103.34	7.32%	6.40%	93	6.30%	31	14	6.06%
МегаФон-2	11.04.07	0.9	102.17	7.02%	6.91%	11	6.79%	н/д	12	6.76%
МегаФон-3	15.04.08	1.8	102.95	7.75%	7.12%	63	7.01%	н/д	13	6.92%
Русский Стандарт-2	14.06.06	0.1	100.84	7.58%	8.66%	-109	8.31%	н/д	39	8.25%
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.3	100.10	8.22%	8.60%	-37	8.38%	н/д	19	8.34%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.9	99.68	8.30%	8.22%	8	8.06%	90	13	7.81%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.7	99.79	8.54%	7.95%	59	7.81%	-3	13	7.63%
Северсталь	28.06.07	1.1	101.00	7.31%	7.06%	25	6.93%	н/д	11	6.61%
ТНК	28.11.06	0.6	105.00	6.33%	6.49%	-16	6.34%	н/д	16	6.22%
ХКФ Банк-2	16.05.06	0.1	100.00	8.52%	10.97%	-245	10.00%	н/д	74	10.45%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.9	99.81	8.73%	8.66%	8	8.48%	н/д	13	8.40%

\* Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодичному 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: MMBB, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Ценовая динамика рублевых обязательств оказалась хуже динамики еврооблигаций

В период с 20 марта по 26 апреля ценовая динамика внутренних долговых обязательств оказалась хуже динамики еврооблигаций: корпоративные рублевые выпуски потеряли в цене 0.1-0.8 п. п., тогда как еврооблигации подешевели лишь в пределах 0.7 п. п.; в итоге сформировалась премия рублевых облигаций к доходности внешнего долгового рынка. В частности, к 26 апреля валютная доходность большинства рублевых долговых инструментов выросла на 30-95 б. п., а еврооблигаций – лишь на 10-30 б. п.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций в период с 20 марта по 26 апреля 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б.п.
ВымпелКом 09	16.06.09	2.70	108.23	0.10	7.03%	-10.95
ВымпелКом 10	11.02.10	3.30	101.92	-0.61	7.41%	16.68
Газпром 07	25.04.07	0.98	103.18	-0.62	5.80%	29.48
Газпром 09	21.10.09	3.04	114.17	-0.65	5.94%	8.49
Газпром 13	01.03.13	5.26	117.90	-1.69	6.36%	23.80
МегаФон 09	10.12.09	3.13	101.60	-0.72	7.48%	21.24
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.95	101.46	-0.07	7.15%	-6.98
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	1.37	100.27	-0.06	7.59%	2.47
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.87	100.37	-0.51	7.92%	26.15
Северсталь 09	24.02.09	2.54	102.93	-0.58	7.45%	17.93
Северсталь 14	19.04.14	5.89	107.57	-1.20	7.95%	18.32
ТНК 07	06.11.07	1.38	107.12	-0.69	6.05%	16.06
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.65	101.74	-0.25	8.04%	8.65
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.98	100.95	-0.26	8.13%	10.53

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Росту валютной доходности корпоративных рублевых обязательств способствовала как их ценовая динамика, так и изменение в стоимости хеджирования. Иными словами, снижение котировок рублевых облигаций привело к росту их рублевой доходности, а сокращение стоимости хеджирования еще более усилило этот рост. Таким образом, увеличение валютной доходности оказалось более значительным, чем повышение рублевой.

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций в период с 20 марта по 26 апреля 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.
ВымпелКом-Р	16.05.06	0.1	100.19	-0.27	4	-240	-267	7.83%	217
Газпром-3	18.01.07	0.7	101.23	0.01	54	-4	-43	6.38%	96
Газпром-5	09.10.07	1.4	101.45	-0.25	39	39	-37	6.14%	75
Газпром-6	06.08.09	2.9	99.32	-0.79	35	91	-17	6.30%	50
Газпром-4	10.02.10	3.3	103.34	-0.71	29	93	-18	6.30%	46
МегаФон-2	11.04.07	0.9	102.17	-0.21	8	11	-42	6.79%	50
МегаФон-3	15.04.08	1.8	102.95	-0.55	25	63	-32	7.01%	56
Русский Стандарт-2	14.06.06	0.1	100.84	-0.56	-88	-109	-127	8.31%	33
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.3	100.10	-0.14	38	-37	-54	8.38%	88
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.9	99.68	-0.33	40	8	-41	8.06%	78
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.7	99.79	0.09	13	59	-34	7.81%	46
Северсталь	28.06.07	1.1	101.00	-0.13	-7	25	-40	6.93%	32
ТНК	28.11.06	0.6	105.00	-0.65	27	-16	-46	6.34%	72
ХКФ Банк-2	16.05.06	0.1	100.00	-0.02	-4	-245	-273	10.00%	212
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.9	99.81	0.06	-34	8	-42	8.48%	11

\* 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.

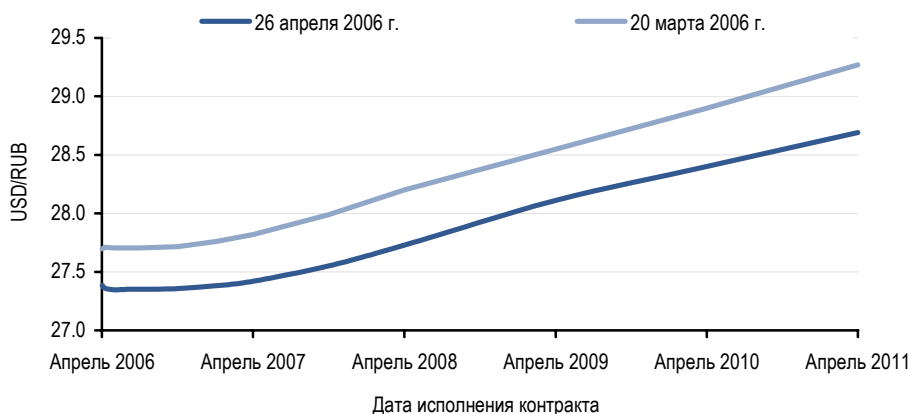
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Цены NDF отражают ожидания укрепления рубля

С 20 марта кривая NDF претерпела существенные изменения. Во-первых, она продолжила смещаться вниз, опустившись к 26 апреля еще на 35-60 копеек. Во-вторых, она стала более плоской, что снизило стоимость хеджирования всех рублевых обязательств.

В настоящий момент цены контрактов NDF с датами исполнения в текущем году отражают ожидания укрепления рубля, в результате чего стоимость хеджирования рублевых облигаций с погашением в 2006 г. стала отрицательной.

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB

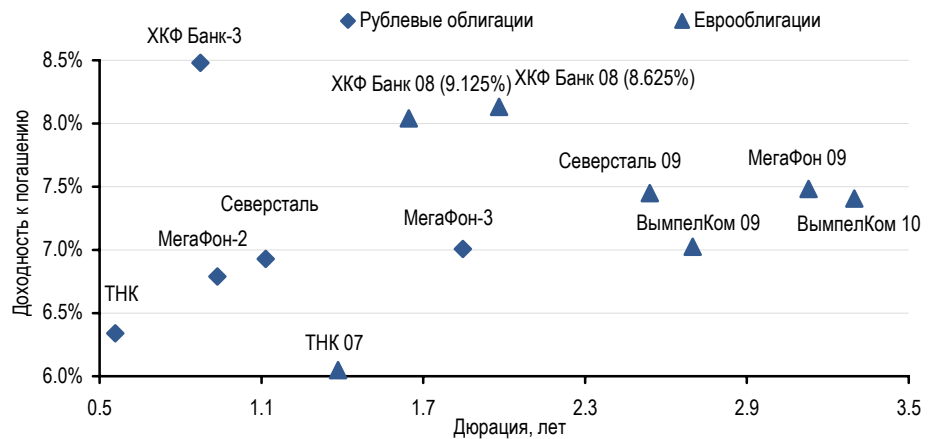


Источник: Reuters

## Рублевые обязательства стали привлекательнее еврооблигаций

В результате падения котировок и снижения стоимости хеджирования валютная доходность рублевых обязательств выросла на 30-95 б. п., что сделало их более привлекательными по сравнению с еврооблигациями. Валютная доходность внутренних обязательств большинства эмитентов, в том числе ХКФ Банка, ТНК, Газпрома, Банка Русский Стандарт (за исключением выпуска Русский Стандарт-4) превышает валютную доходность еврооблигаций тех же эмитентов.

Рисунок 4. Валютная доходность корпоративных облигаций

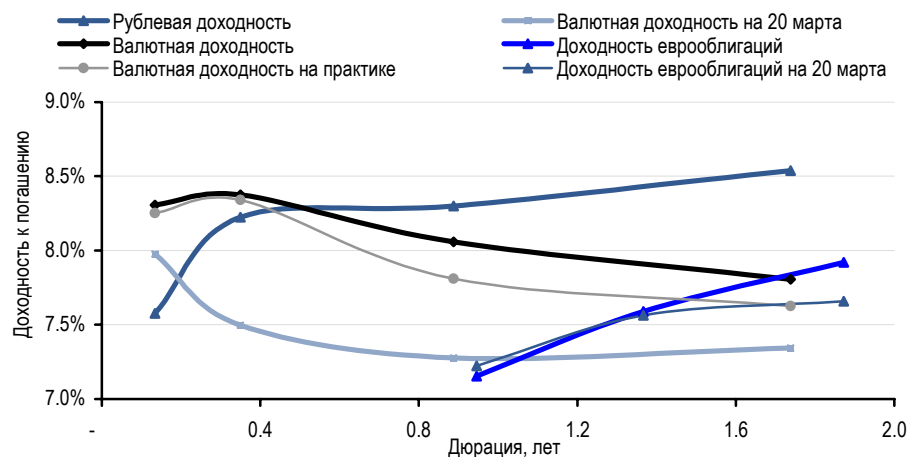


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Более того, «валютная доходность на практике» для большинства краткосрочных рублевых инструментов в настоящее время превышает валютную доходность еврооблигаций, тогда как ранее ситуация была обратной (причем иногда «валютная доходность на практике» оказывалась существенно ниже валютной доходности внешних долговых инструментов).

Следует напомнить, что «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. Таким образом, при ожидании ослабления рубля «валютная доходность на практике» оказывается ощутимо ниже просто «валютной доходности».

Рисунок 5. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт

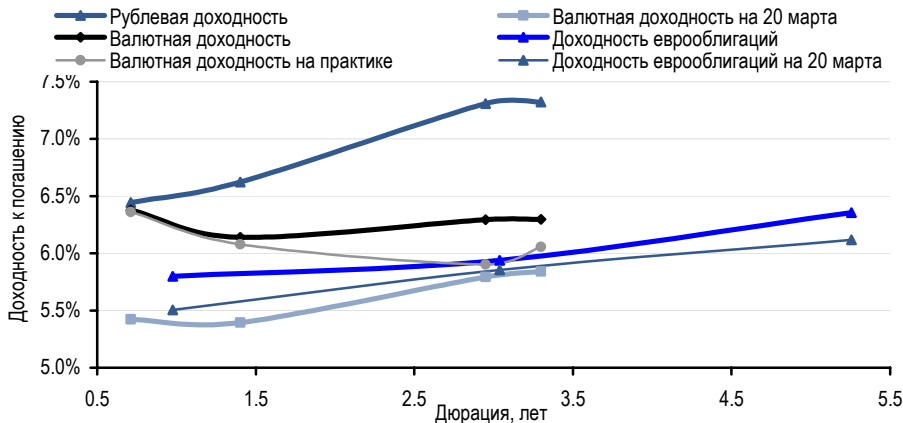


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Облигации Газпрома – неэффективное ценообразование

Неэффективное ценообразование наблюдается и по облигациям Газпрома. Сейчас рублевые обязательства компании торгуются с премией в 30-60 б.п. относительно ее еврооблигаций (тогда как в марте наблюдался дисконт от 5 до 20 б. п.). Более того, «валютная доходность на практике» облигаций Газпром-3 (6.36%) и Газпром-5 (6.08%) в настоящее время превышает доходность еврооблигаций компании.

Рисунок 6. Доходность облигаций Газпрома



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Наши рекомендации

Мы по-прежнему считаем сделки с краткосрочными и среднесрочными облигациями (особенно с высокой текущей доходностью) наиболее безопасной стратегией в период значительной неопределенности на мировых долговых рынках. Анализ относительной стоимости свидетельствует о том, что в кратко- и среднесрочном сегментах кривой доходности наиболее привлекательны рублевые облигации.

На наш взгляд, лидерами роста станут облигации ТНК, Газпром-5 и Газпром-6, котировки которых должны восстановиться после резкого падения (с 20 марта эти инструменты наиболее существенно потеряли в цене). Кроме того, текущая доходность облигаций ТНК является самой высокой среди анализируемых выпусков (14.29%), что может заинтересовать инвесторов накануне майских праздников.

Рублевые облигации Банка Русский Стандарт (за исключением торгующегося на справедливом уровне выпуска Русский Стандарт-4) также недооценены по сравнению с его еврооблигациями, что предоставляет возможность для покупки данных бумаг.

## 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

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал  
Нил Харви  
тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

### 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	vpantuyushin@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
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752
Мажид Пайч	mpajic@rencap.com	204 4455

#### 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.