

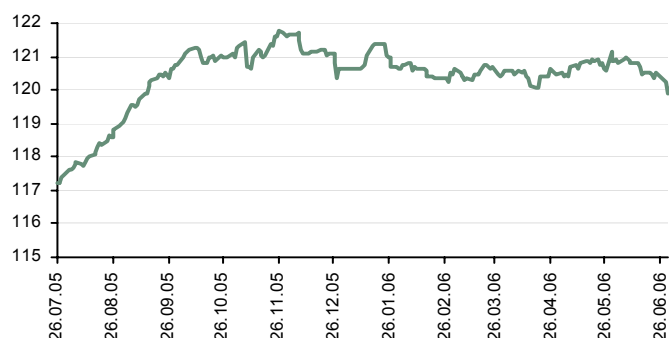
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

### Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- Рост цен на российском долговом рынке, наблюдавшийся в июле, практически не повлиял на анализируемые нами рублевые облигации, в результате чего образовалась премия рублевых выпусков к внешним долговым инструментам. С 26 июня по 24 июля доходность еврооблигаций снизилась на 20-70 б. п., в то время как валютная доходность большинства рублевых облигаций увеличилась в пределах 50 б. п.
- Рублевые обязательства Газпрома почти не отреагировали на падение доходностей еврооблигаций компании. В результате наблюдавшийся в конце июня дисконт рублевых выпусков Газпрома к еврооблигациям в размере 2-16 б. п. стал премией в 30-90 б. п.
- После небольшого перерыва стоимость хеджирования продолжила снижаться: с 26 июня она уменьшилась в среднем на 10-25 б. п. Текущая стоимость контрактов NDF отражает ожидания укрепления рубля в ближайшие полтора года, поэтому стоимость хеджирования стала отрицательной для облигаций с погашением в этом периоде.
- Исходя из результатов анализа относительной стоимости внутренних долговых обязательств и их ликвидности, мы рекомендуем открыть длинные позиции в рублевых облигациях Газпрома, которые торгуются с премией 30-90 б. п. к еврооблигациям компании, а также в облигациях Импэксбанк-3 (размер премии – 144 б. п.).

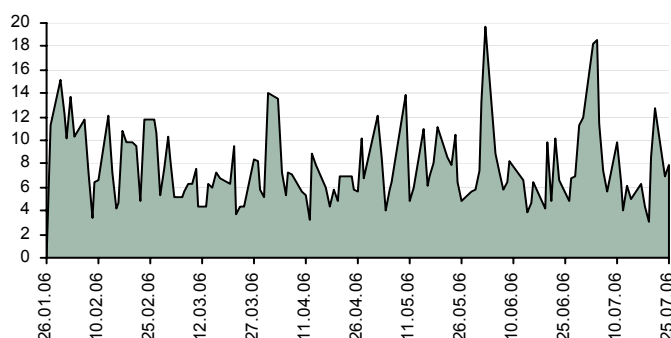
Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
статки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	360.00	10%	30%	26%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	223.90	34%	227%	604%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	14.40	-4900%	-372%	-64%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	250.60	2%	33%	76%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	2.00	-3.5	-4.50	-2.75
Официальный курс USD/RUB	26.99	0%	-4%	-6%
Официальный курс EUR/RUB	33.93	0%	-1%	-2%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	4.64	-0.7	-0.4	-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

# Не все рублевые облигации участвовали в ралли

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 26 июня 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	0.49	100.85	6.41%	6.93%	-52	6.87%	87	40	6.87%
Газпром-5	09.10.07	1.16	101.00	6.81%	6.83%	-2	6.73%	68	28	6.48%
Газпром-6	06.08.09	2.71	99.60	7.22%	6.60%	62	6.49%	36	22	5.95%
Газпром-4	10.02.10	3.06	103.33	7.27%	6.57%	70	6.47%	29	21	6.13%
Импексбанк-2	25.04.07	0.73	100.25	7.26%	7.60%	-34	7.46%	81	22	7.41%
Импексбанк-3	16.05.07	0.79	101.10	7.95%	8.26%	-31	8.10%	144	22	8.06%
МегаФон-2	11.04.07	0.69	102.50	5.72%	6.08%	-36	5.98%	н/д	24	5.98%
МегаФон-3	15.04.08	1.60	103.05	7.46%	7.21%	25	7.10%	н/д	28	6.89%
РСХБ-1	06.12.06	0.37	100.35	6.69%	7.42%	-74	7.32%	н/д	49	7.27%
РСХБ-2	16.02.11	3.83	99.86	8.12%	7.32%	80	7.21%	39	22	6.88%
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.11	100.00	8.50%	10.04%	-154	9.71%	н/д	117	10.58%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.64	99.50	8.80%	9.19%	-39	8.98%	145	27	8.75%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.49	99.75	8.59%	8.38%	21	8.23%	17	32	7.94%
Северсталь	28.06.07	0.91	101.08	6.99%	7.23%	-24	7.11%	н/д	21	7.09%
ТНК	28.11.06	0.35	103.20	5.60%	6.38%	-78	6.38%	н/д	50	6.31%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.79	99.90	8.79%	9.10%	-31	8.90%	н/д	22	8.28%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.65	99.95	8.58%	8.98%	-39	8.76%	н/д	27	8.76%

\* 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: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рост цен на российском долговом рынке почти не затронул рублевые облигации, включенные в наш анализ, в результате чего образовалась премия внутренних долговых инструментов к еврооблигациям. В частности, за период с 26 июня по 24 июля 2006 г. доходности российских корпоративных еврооблигаций снизились на 20-70 б. п., отражая улучшение настроений на мировых долговых рынках.

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

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
Газпром 07	25.04.07	0.73	102.23	0.08	6.02%	-38
Газпром 09	21.10.09	2.79	112.65	1.15	6.13%	-45
Газпром 13	01.03.13	5.00	116.27	3.36	6.55%	-61
Импексбанк 07	29.06.07	0.91	102.07	0.20	6.66%	-39
МегаФон 09	10.12.09	3.00	100.50	0.96	7.82%	-33
РСХБ 10	29.11.10	3.79	100.20	1.96	6.82%	-53
РСХБ 13	16.05.13	5.44	100.31	2.51	7.11%	-48
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.70	100.82	0.44	7.53%	-69
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	1.12	99.92	0.67	7.86%	-57
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.63	99.97	0.56	8.13%	-34
Северсталь 09	24.02.09	2.30	103.00	0.98	7.32%	-44
Северсталь 14	19.04.14	5.63	105.50	1.20	8.27%	-21
ТНК 07	06.11.07	1.21	105.34	-0.11	6.58%	-15
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.40	100.95	0.62	8.45%	-44
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.81	99.58	0.46	8.86%	-25

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Российские внутренние обязательства с некоторым запаздыванием отреагировали на ценовое ралли на рынке еврооблигаций – котировки рублевых облигаций, используемых в нашем анализе, не претерпели существенных изменений. Более того, цены некоторых «голубых фишек» (например, третьего и пятого выпусков рублевых облигаций Газпрома) даже снизились. Такая ценовая динамика в сочетании со снижением стоимости хеджирования привела к повышению валютной доходности рублевых облигаций.

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций в период с 22 мая по 26 июня 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	0.49	100.85	-0.25	23	-52	-24	6.87%	53
Газпром-5	09.10.07	1.16	101.00	-0.19	11	-2	-21	6.73%	31
Газпром-6	06.08.09	2.71	99.60	0.05	-1	62	-9	6.49%	8
Газпром-4	10.02.10	3.06	103.33	0.40	-15	70	-6	6.47%	-9
Импексбанк-2	25.04.07	0.73	100.25	-0.03	0	-34	-21	7.46%	21
Импексбанк-3	16.05.07	0.79	101.10	0.06	-20	-31	-21	8.10%	0
МегаФон-2	11.04.07	0.69	102.50	0.30	-74	-36	-20	5.98%	-53
МегаФон-3	15.04.08	1.60	103.05	0.25	-23	25	-21	7.10%	-2
РСХБ-1	06.12.06	0.37	100.35	-0.08	0	-74	-38	7.32%	38
РСХБ-2	16.02.11	3.83	99.86	0.46	-13	80	-1	7.21%	-12
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.11	100.00	-0.07	41	-154	-91	9.71%	125
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.64	99.50	0.20	-18	-39	-20	8.98%	1
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.49	99.75	0.25	-16	21	-20	8.23%	4
Северсталь	28.06.07	0.91	101.08	-0.14	5	-24	-20	7.11%	26
ТНК	28.11.06	0.35	103.20	-0.46	-60	-78	-42	6.38%	-18
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.79	99.90	0.15	-19	-31	-21	8.90%	3
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.65	99.95	0.13	-19	-39	-20	8.76%	0

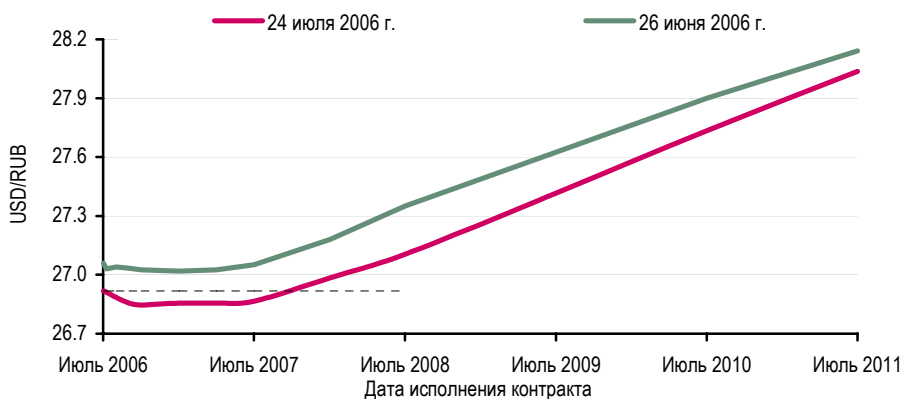
\*\* Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Стоимость хеджирования снизилась на 10-25 б. п.

После небольшого перерыва стоимость хеджирования продолжила уменьшаться – с 26 июля 2006 г. она снизилась в среднем на 10-25 б. п. Текущая стоимость контрактов NDF отражает ожидания укрепления рубля в ближайшие полтора года, поэтому стоимость хеджирования стала отрицательной для облигаций с погашением в этом периоде. Таким образом, хеджирование краткосрочных рублевых облигаций обеспечивает инвесторам прибыль в размере 20-50 б. п. дополнительно к доходности внутренних обязательств.

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



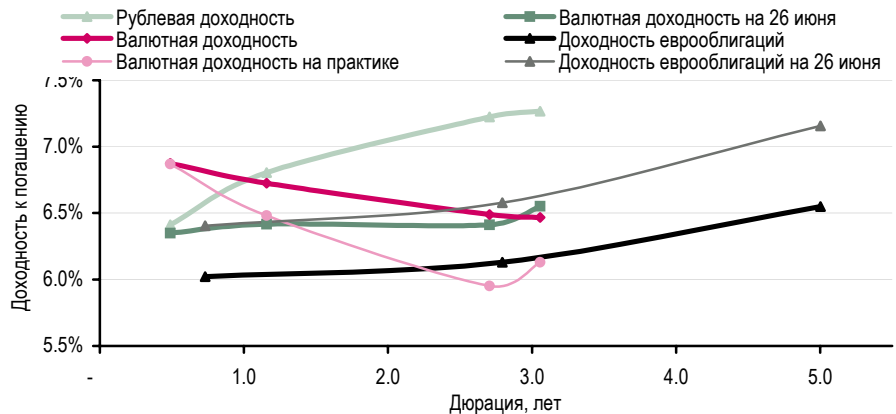
Источник: Bloomberg

# Рублевые облигации более привлекательны

## Премия рублевых облигаций Газпрома составляет 30-90 б. п.

Рублевые обязательства Газпрома почти не отреагировали на снижение доходности еврооблигаций компании на 30-60 б. п. В результате дисконт рублевых облигаций Газпрома к еврооблигациям в размере 2-16 б. п., наблюдавшийся в конце июня, превратился в премию 30-90 б. п. При этом «валютная доходность на практике» (которая очень редко превышает доходность внешних долговых инструментов) у третьего и пятого выпусков рублевых облигаций Газпрома в настоящее время выше, чем доходность его еврооблигаций.

Рисунок 4. Доходность облигаций Газпрома

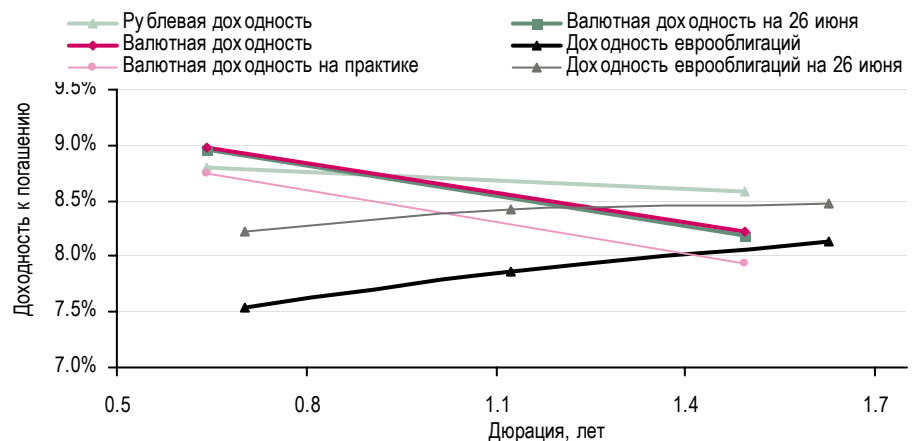


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Недооцененными остаются облигации банков

Большинство рублевых облигаций банков по-прежнему торгуются с премиями относительно внешних инструментов, и в июле размер этих премий увеличился. Например, премии рублевых обязательств Импэксбанка к еврооблигациям выросли с 21-105 б. п. на конец июня 2006 г. до 81-144 б. п. Что касается рублевых долговых инструментов Банка Русский Стандарт, премия пятого выпуска к еврооблигациям увеличилась с 74 б. п. до 145 б. п., а дисконт четвертого выпуска в размере 27 б. п. превратился в премию 17 б. п. Та же картина наблюдается и в отношении выпуска РСХБ-2: вместо дисконта к еврооблигациям в размере 2 б. п., наблюдавшегося в конце июня, этот инструмент торгуется с премией 39 б. п.

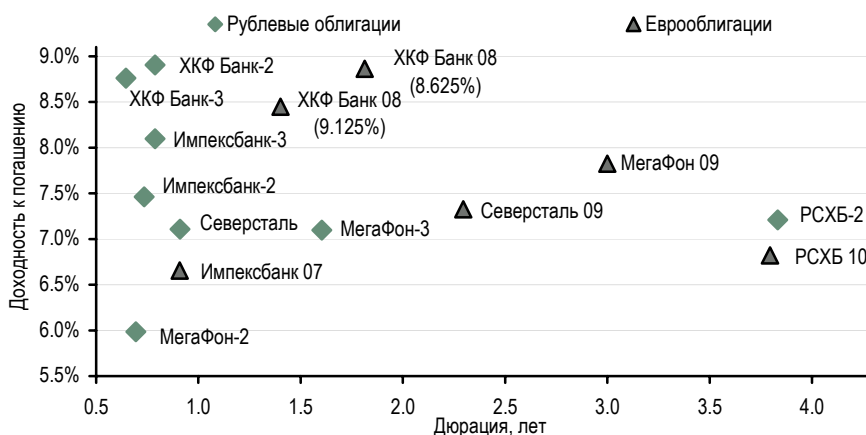
Рисунок 5. Доходность облигаций банка Русский Стандарт



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Среди рассматриваемых рублевых облигаций банков относительно ликвидными могут считаться только выпуски РСХБ-2 (индикатор ликвидности 56.48), Русский Стандарт-4 (индикатор ликвидности 40.84) и Импэксбанк-3 (индикатор ликвидности 36.25). Широкий спрэд между котировками спроса/предложения и низкая ликвидность затрудняют арбитраж по другим облигациям.

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Наши рекомендации

По нашему мнению, динамика рынка рублевых долговых обязательств будет опережать динамику еврооблигаций, и необоснованная премия внутреннего долга к внешнему вскоре исчезнет. Ожидания укрепления российской валюты и избыток рублевой ликвидности в финансовой системе станут благоприятными факторами для рынка внутренних долговых обязательств.

Анализ относительной стоимости показывает, что заметная премия к еврооблигациям сохраняется для рублевых выпусков Импэксбанк-2, Импэксбанк-3, Банк Русский Стандарт-5 и рублевых обязательств Газпрома. Однако для краткосрочных вложений необходимо выбирать те облигации, которые являются одновременно и ликвидными и недооцененными. Для этой цели мы используем индикаторы ликвидности рублевых облигаций (см. отчет «Рублевые облигации: где живет ликвидность?» от 13 июля 2006 г.).

Среди вышеуказанных выпусков только облигации Газпром-6 и Газпром-4 имеют индикатор ликвидности выше 50 п. п. Для выпусков Газпром-3, Газпром-5 и Импэксбанк-3 индикаторы ликвидности находятся на сравнимом уровне или ненамного превышают средний показатель ликвидности за второй квартал 2006 г. (37.88 п. п.), поэтому мы считаем эти облигации достаточно ликвидными.

Таблица 4. Индикаторы ликвидности недооцененных выпусков

Выпуск	Дата погашения	Индикатор ликвидности
Газпром-3	18.01.07	40.20
Газпром-5	09.10.07	39.83
Газпром-6	06.08.09	<b>78.95</b>
Газпром-4	10.02.10	<b>68.79</b>
Импэксбанк-2	20.04.08	31.82
Импэксбанк-3	13.11.09	36.25
РусСтанд-5	09.09.10	29.15

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Мы рекомендуем инвесторам открыть длинные позиции в рублевых облигациях Газпрома, поскольку их премия к еврооблигациям составляет 30-90 б. п., а также в облигациях Импэксбанк-3 (размер премии – 144 б. п.).

# 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  
Malexeeenkova@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  
Наргиз Садыхова  
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  
Vpantuyushin@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 Голеусова

##### 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  
Jpopova@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 Сомервилль  
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