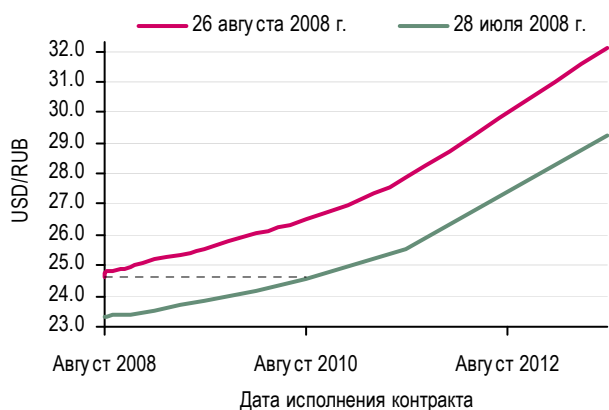


Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

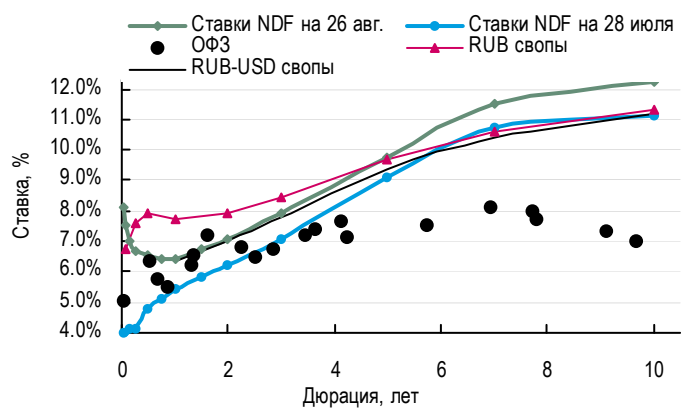
- Российский долговой рынок в августе пострадал из-за напряженности на мировых рынках и конфликта между Россией и Грузией. Рублевые бумаги понесли наибольшие потери – дефицит ликвидности в банковской системе и неблагоприятная динамика ставок NDF оказали дополнительное давление на цены рублевых облигаций.
- После трехмесячного снижения динамика стоимости хеджирования в августе изменилась на противоположную – рост составил 150-350 б. п. В настоящее время стоимость хеджирования валютных рисков рублевых бумаг составляет 400-520 б. п. против 100-260 б. п. в конце июля.
- Кривая NDF заметно сместилась вверх и приобрела более плоскую форму: ставки по контрактам на срок до одного года с 28 июля возросли сразу на 130-410 б. п., а ставки по более долгосрочным контрактам увеличились на 80-110 б. п. Это объясняется ухудшением ожиданий относительно краткосрочной динамики курса рубля – ставки NDF выросли, несмотря на понижение ставок долларовых свопов на 10-20 б. п.
- В связи с существенным удорожанием хеджирования длинные хеджированные позиции в рублевых обязательствах стали переоцененными относительно внешнего рынка. Краткосрочные внутренние выпуски пострадали сильнее всего из-за их низкой дюрации и резкого изменения ставок краткосрочных NDF.
- Согласно нашей модели, краткосрочные рублевые обязательства ВТБ, РСХБ и УРСА Банка остаются привлекательными относительно внешнего рынка, несмотря на снижение их валютной доходности в августе.
- Для инвесторов, отдающих предпочтение вложениям в еврооблигации, интерес могут представлять выпуски ТМК 09 и Татфондбанк 10. Премия доходности ТМК 09 к валютной доходности рублевых обязательств компании составляет 383 б. п.; выпуск Татфондбанк 10 торгуется с доходностью на 575 б. п. выше валютной доходности рублевых облигаций Татфондбанк-4.

Рисунок 1. Динамика форвардов на USD/RUB



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Ключевые кривые и доходности ОФЗ



Источники: ММББ, Bloomberg

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 26 августа 2008 г.

Облигации	Погашение/ оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Рублевая дох-ть	Долларовая дох-ть	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Валютная дох-ть*	Премия к евро- облигациям, б. п.	Транзакци- онные издержки, б. п.	Валютная дох-ть на практике**
АК Барс Банк-2	22.01.09	0.41	99.46	9.58%	4.34%	524	4.35%	-243	31	3.59%
Банк Москвы-2	06.02.09	0.45	100.55	6.68%	1.75%	494	1.74%	н/д	27	1.35%
Банк Москвы 09	25.11.09	1.20	98.00	9.16%	5.10%	406	5.06%	-59	13	4.13%
Банк Союз-2	04.10.08	0.11	100.97	10.75%	0.39%	1035	0.40%	н/д	76	-1.26%
Банк Союз-4	18.02.09	0.48	99.97	10.00%	5.02%	498	5.00%	н/д	26	4.85%
Банк Союз-3	27.04.09	0.64	99.70	10.81%	6.25%	456	6.16%	н/д	19	5.67%
ВТБ-4	19.03.09	0.54	100.00	8.97%	4.23%	474	4.21%	-10	23	3.07%
ВТБ-5	23.04.09	0.64	99.89	9.06%	4.56%	450	4.53%	8	19	4.03%
ВТБ 09	13.04.09	0.61	100.17	6.81%	2.34%	446	2.33%	-207	20	1.68%
ВТБ-6	15.07.09	0.85	99.93	8.97%	4.78%	419	4.73%	2	17	4.19%
ВымпелКом-1	22.01.10	1.34	99.65	9.53%	5.48%	405	5.43%	-196	12	5.00%
Газпром-6	06.08.09	0.93	99.50	7.64%	3.57%	407	3.54%	-83	16	3.30%
Газпром-7	29.10.09	0.98	98.95	7.88%	3.86%	402	3.83%	-56	14	2.62%
Газпром-4	10.02.10	1.40	100.16	8.27%	4.27%	399	4.24%	-29	11	3.98%
Газпром-8	27.10.11	2.83	95.46	8.85%	4.29%	456	4.25%	-166	11	-0.84%
Газпром-9	12.02.14	4.57	93.00	9.07%	3.28%	579	3.25%	-404	12	-0.68%
Газпромбанк-4	20.11.08	0.24	100.13	6.91%	1.01%	590	0.59%	-373	48	0.35%
Газпромбанк-5	27.11.08	0.25	100.13	6.95%	1.26%	569	0.85%	-349	48	-2.26%
Газпромбанк 10	22.02.10	1.44	98.59	8.44%	4.56%	388	4.41%	-141	11	4.26%
Газпромбанк-1	27.01.11	2.25	95.83	9.26%	5.14%	412	4.96%	-188	12	3.40%
Зенит-4	04.10.08	0.11	100.10	8.96%	-1.21%	1017	-1.22%	н/д	75	-2.88%
Зенит-2	16.02.09	0.48	99.61	9.45%	4.48%	497	4.46%	н/д	26	4.28%
Зенит-3	13.05.09	0.69	100.44	9.41%	5.00%	442	4.95%	н/д	18	4.69%
Зенит-5	08.12.09	1.21	99.67	10.51%	6.41%	411	6.31%	-251	13	5.45%
ЛУКОЙЛ-2	17.11.09	1.18	99.54	7.78%	3.77%	401	3.75%	н/д	13	2.75%
ЛУКОЙЛ-3	08.12.11	2.93	94.66	9.21%	4.53%	468	4.48%	н/д	12	-0.17%
ЛУКОЙЛ-4	05.12.13	4.36	92.68	9.39%	3.68%	570	3.65%	н/д	11	-0.82%
МДМ-Банк-3	02.10.08	0.10	99.84	10.20%	-0.46%	1066	-0.46%	н/д	79	-2.37%
МТС-3	22.06.10	1.70	99.81	9.00%	4.96%	404	4.90%	-230	12	4.24%
Номос Банк-8	18.02.09	0.48	100.75	7.86%	2.98%	488	2.98%	-444	26	2.83%
Номос Банк-7	16.06.09	0.78	99.70	9.84%	5.55%	430	5.47%	-270	17	4.59%
Номос Банк-9	19.06.09	0.79	99.73	10.32%	6.01%	431	5.93%	-226	17	5.08%
Петрокоммерц-4	04.07.09	0.83	100.00	10.21%	5.95%	426	5.87%	-265	17	5.22%
Петрокоммерц-2	31.08.09	0.95	99.03	9.76%	5.63%	412	5.57%	-312	17	3.46%
Промсвязьбанк-5	21.05.09	0.71	98.70	10.08%	5.68%	440	5.61%	н/д	17	5.47%
Промсвязьбанк-6	22.06.09	0.80	99.75	10.03%	5.74%	429	5.67%	н/д	17	4.87%
РСХБ-4	08.10.08	0.12	99.95	8.68%	-0.83%	951	-0.82%	н/д	68	-2.05%
РСХБ-6	20.02.09	0.49	99.95	9.05%	4.13%	492	4.12%	н/д	25	4.02%
РСХБ-7	16.06.09	0.79	99.50	9.13%	4.86%	427	4.81%	н/д	17	3.94%
РСХБ-3	18.02.10	1.43	97.35	9.51%	5.48%	403	5.42%	н/д	11	5.23%
РСХБ-2	16.02.11	2.27	95.75	10.17%	5.87%	430	5.80%	-89	12	4.29%
Русский Стандарт-5	11.09.08	0.04	100.00	8.50%	-10.25%	1875	-10.68%	н/д	114	-14.08%
Русский Стандарт-8	17.10.08	0.14	99.70	10.54%	1.96%	858	1.99%	н/д	58	1.48%
Русский Стандарт-6	11.02.09	0.46	98.37	12.21%	7.06%	514	7.01%	н/д	28	6.71%
Русский Стандарт-7	24.03.09	0.55	99.89	12.74%	7.86%	488	7.73%	н/д	23	6.62%
Система-1	12.03.09	0.52	100.44	8.78%	3.98%	479	3.97%	н/д	23	2.66%
Татфондбанк-3	19.05.09	0.71	100.55	11.41%	6.95%	447	6.81%	н/д	18	6.64%
Татфондбанк-4	02.12.09	1.19	100.10	11.60%	7.44%	416	7.31%	-575	14	6.36%
ТМК-2	24.03.09	0.56	99.65	8.39%	3.72%	467	3.70%	н/д	22	2.69%
ТМК-3	16.02.10	1.41	100.83	9.18%	5.16%	403	5.11%	-358	11	4.87%
ТрансКредитБанк-2	16.06.09	0.79	97.50	10.85%	6.52%	433	6.42%	н/д	17	5.55%
ТрансКредитБанк-3	07.01.10	1.30	100.00	10.22%	6.14%	408	6.07%	-177	12	5.50%
ТрансКредитБанк-1	15.06.10	1.70	95.35	10.42%	6.34%	409	6.24%	-192	12	5.56%
УРСА Банк-2	12.12.08	0.29	98.40	13.85%	7.66%	619	7.55%	н/д	44	5.16%
УРСА Банк-8	16.04.09	0.61	100.25	11.02%	6.38%	464	6.28%	-132	20	5.61%
УРСА Банк-3	04.06.09	0.75	99.00	11.24%	6.85%	439	6.73%	-117	17	5.66%
УРСА Банк-7	21.01.10	1.34	95.25	12.54%	8.38%	416	8.24%	-97	12	7.81%
УРСА Банк 10 (9.125%)	26.02.10	1.44	95.50	12.89%	8.73%	416	8.57%	-83	12	7.03%
УРСА Банк-5	18.10.11	2.66	92.00	13.67%	8.94%	473	8.75%	-332	12	2.97%
ХКФБ-3	18.09.08	0.06	100.03	9.27%	-5.30%	1458	-5.51%	н/д	101	-6.79%
ХКФБ-4	15.10.08	0.14	100.05	9.91%	1.16%	874	1.26%	н/д	60	0.60%
ХКФБ-5	22.04.09	0.63	100.79	11.69%	7.07%	462	6.97%	н/д	20	6.42%
ХКФБ-2	12.05.09	0.69	98.62	11.60%	7.09%	451	6.98%	н/д	18	6.71%

* Валютная доходность получена на базе долларовой доходности в результате перехода к полугодичному периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Факт/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 4 августа 2005 г.).

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Изменение доходности рублевых облигаций с 28 июля по 26 августа 2008 г.

Облигации	Погашение/ оферта	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Изменение рублевой дох-ти, б.п.	Стоимость хеджирова- ния, б. п.	Изменение, б. п.	Валютная дох-ть*	Изменение, б. п.
АК Барс Банк-2	22.01.09	0.41	99.46	0.05	10	524	348	4.35%	-329
Банк Москвы-2	06.02.09	0.45	100.55	-0.50	80	494	318	1.74%	-233
Банк Москвы 09	25.11.09	1.20	98.00	-2.50	221	406	165	5.06%	55
Банк Союз-2	04.10.08	0.11	100.97	0.13		1035		0.40%	
Банк Союз-4	18.02.09	0.48	99.97	-0.08	18	498	311	5.00%	-282
Банк Союз-3	27.04.09	0.64	99.70	-0.13	24	456	250	6.16%	
ВТБ-4	19.03.09	0.54	100.00	-0.56	96	474	282	4.21%	-179
ВТБ-5	23.04.09	0.64	99.89	-0.25	39	450	248	4.53%	-202
ВТБ 09	13.04.09	0.61	100.17	-0.01	-1	446	250	2.33%	-246
ВТБ-6	15.07.09	0.85	99.93	-0.12	15	419	189	4.73%	-169
ВымпелКом-1	22.01.10	1.34	99.65	-0.35	27	405	155	5.43%	-123
Газпром-6	06.08.09	0.93	99.50	-0.45	52	407	176	3.54%	-120
Газпром-7	29.10.09	0.98	98.95	-0.75	72	402	163	3.83%	-88
Газпром-4	10.02.10	1.40	100.16	-0.93	67	399	151	4.24%	-81
Газпром-8	27.10.11	2.83	95.46	-3.03	118	456	118	4.25%	1
Газпром-9	12.02.14	4.57	93.00	-4.50	113	579	95	3.25%	18
Газпромбанк-4	20.11.08	0.24	100.13	0.13	-58	590	478	0.59%	-559
Газпромбанк-5	27.11.08	0.25	100.13	-0.03	-6	569	451	0.85%	-480
Газпромбанк 10	22.02.10	1.44	98.59	-1.26	96	388	151	4.41%	-52
Газпромбанк-1	27.01.11	2.25	95.83	-0.15	13	412	131	4.96%	-114
Зенит-4	04.10.08	0.11	100.10	-0.11	17	1017	941	-1.22%	-914
Зенит-2	16.02.09	0.48	99.61	0.13	-13	497	311	4.46%	-315
Зенит-3	13.05.09	0.69	100.44	0.01	-9	442	231	4.95%	-232
Зенит-5	08.12.09	1.21	99.67	-0.13	12	411	162	6.31%	-144
ЛУКОЙЛ-2	17.11.09	1.18	99.54	0.04	-1	401	159	3.75%	-156
ЛУКОЙЛ-3	08.12.11	2.93	94.66	-2.14	84	468	115	4.48%	-30
ЛУКОЙЛ-4	05.12.13	4.36	92.68	-3.71	97	570	94	3.65%	3
МДМ-Банк-3	02.10.08	0.10	99.84	-0.21	193	1066	993	-0.46%	-791
МТС-3	22.06.10	1.70	99.81	-0.16	10	404	142	4.90%	-128
Номос Банк-8	18.02.09	0.48	100.75	0.45	-108	488	303	2.98%	-401
Номос Банк-7	16.06.09	0.78	99.70	-0.15	21	430	207	5.47%	-179
Номос Банк-9	19.06.09	0.79	99.73	-0.27	36	431	206	5.93%	-164
Петрокоммерц-4	04.07.09	0.83	100.00	0.00	-2	426	196	5.87%	-191
Петрокоммерц-2	31.08.09	0.95	99.03	0.18	-10	412	173	5.57%	-177
Промсвязьбанк-5	21.05.09	0.71	98.70	0.10	4	440	225	5.61%	-213
Промсвязьбанк-6	22.06.09	0.80	99.75	-0.25	33	429	204	5.67%	-165
РСХБ-4	08.10.08	0.12	99.95	-0.15	95	951	871	-0.82%	-767
РСХБ-6	20.02.09	0.49	99.95	-0.30	61	492	307	4.12%	-238
РСХБ-7	16.06.09	0.79	99.50	-0.20	30	427	205	4.81%	-170
РСХБ-3	18.02.10	1.43	97.35	-0.25	29	403	151	5.42%	-118
РСХБ-2	16.02.11	2.27	95.75	-1.50	79	430	133	5.80%	-53
Русский Стандарт-5	11.09.08	0.04	100.00	0.15	-132	1875	1,823	-10.68%	-2,011
Русский Стандарт-8	17.10.08	0.14	99.70	-0.03	92	858	767	1.99%	659
Русский Стандарт-6	11.02.09	0.46	98.37	-0.17	92	514	327	7.01%	-225
Русский Стандарт-7	24.03.09	0.55	99.89	-0.65	116	488	289	7.73%	-164
Система-1	12.03.09	0.52	100.44	-0.23	31	479	288	3.97%	-249
Татфондбанк-3	19.05.09	0.71	100.55	0.19	-34	447	230	6.81%	-256
Татфондбанк-4	02.12.09	1.19	100.10	-0.35	29	416	165	7.31%	-131
ТМК-2	24.03.09	0.56	99.65	0.02	5	467	273	3.70%	-259
ТМК-3	16.02.10	1.41	100.83	-0.34	22	403	151	5.11%	-124
ТрансКредитБанк-2	16.06.09	0.79	97.50	-0.90	145	433	210	6.42%	-63
ТрансКредитБанк-3	07.01.10	1.30	100.00	0.00	-1	408	157	6.07%	-153
ТрансКредитБанк-1	15.06.10	1.70	95.35	-0.15	21	409	144	6.24%	-119
УРСА Банк-2	12.12.08	0.29	98.40	-0.05	145	619	464	7.55%	-307
УРСА Банк-8	16.04.09	0.61	100.25	-0.15	19	464	260	6.28%	-232
УРСА Банк-3	04.06.09	0.75	99.00	-0.75	111	439	219	6.73%	-104
УРСА Банк-7	21.01.10	1.34	95.25	-1.66	155	416	162	8.24%	-7
УРСА Банк 10 (9.125%)	26.02.10	1.44	95.50	-2.60	217	416	159	8.57%	57
УРСА Банк-5	18.10.11	2.66	92.00	-3.64	162	473	127	8.75%	34
ХКФБ-3	18.09.08	0.06	100.03	0.03	-46	1458	1,398	-5.51%	-1,458
ХКФБ-4	15.10.08	0.14	100.05	0.20	-117	874	783	1.26%	-877
ХКФБ-5	22.04.09	0.63	100.79	-0.24	22	462	256	6.97%	-224
ХКФБ-2	12.05.09	0.69	98.62	-0.08	32	451	237	6.98%	-197

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

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Изменение доходности еврооблигаций с 28 июля по 26 августа 2008 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение, п. п.	Доходность к погашению	Изменение, б. п.
АК Барс Банк 08	27.10.08	0.17	100.23	-0.03	6.41%	-38
АК Барс Банк 10	28.06.10	1.72	99.03	-0.58	8.82%	35
Банк Москвы 09	28.09.09	1.03	102.54	-0.54	5.54%	31
Банк Москвы 10	26.11.10	2.08	102.35	-0.75	6.23%	31
Банк Союз 10	16.02.10	1.41	98.59	-0.85	10.44%	67
ВТБ 08	11.12.08	0.29	100.79	-0.01	4.00%	-59
ВТБ 11	12.10.11	2.77	101.07	-1.22	7.11%	42
Вымпелком 09	16.06.09	0.78	103.65	-0.13	5.25%	-27
Вымпелком 10	11.02.10	1.40	100.78	-0.81	7.42%	53
Вымпелком 11	22.10.11	2.76	100.76	-0.82	8.09%	29
Газпром 09	21.10.09	1.08	106.70	-0.70	4.42%	20
Газпром 13 (4.505%)	22.07.13	2.16	99.39	0.29	4.79%	-13
Газпром 13 (9.625%)	01.03.13	3.64	108.93	-1.51	7.27%	34
Газпром 13 (7.51%)	31.07.13	4.19	100.92	-0.45	7.28%	10
Газпром 16	22.11.16	6.36	90.86	-1.52	7.73%	27
Газпромбанк 08	30.10.08	0.18	100.49	-0.28	4.24%	17
Газпромбанк 11	15.06.11	2.53	101.93	-0.59	7.19%	21
Газпромбанк 13	28.06.13	4.06	99.06	-0.59	8.17%	15
Банк Зенит 09	27.10.09	1.11	99.90	0.05	8.82%	-4
Лукойл 17	07.06.17	6.64	90.03	-0.35	7.95%	7
Лукойл 22	07.06.22	8.69	86.07	-1.08	8.38%	15
МДМ Банк 10	25.01.10	1.36	98.93	-0.44	8.58%	35
МДМ Банк 11	21.07.11	2.57	99.69	-1.20	9.87%	47
МТС 10	14.10.10	1.94	101.93	-0.28	7.37%	10
МТС 12	28.01.12	3.04	99.68	-0.45	8.10%	15
Номос Банк 09	12.05.09	0.69	100.19	-0.45	7.94%	57
Номос Банк 10	02.02.10	1.37	98.11	-0.65	9.63%	54
Петрокоммерц 09	27.03.09	0.57	99.91	0.03	8.15%	-2
Петрокоммерц 09-2	17.12.09	1.25	99.56	-0.17	9.10%	15
Промсвязьбанк 10	04.10.10	1.91	99.06	-0.03	8.99%	4
Промсвязьбанк 11	20.10.11	2.72	94.17	-0.82	10.98%	37
РСХБ 10	29.11.10	2.10	100.53	-1.35	6.61%	62
РСХБ 13	16.05.13	4.00	98.60	-0.81	7.53%	21
Рус.Стандарт 10 (8.485%)	29.06.10	1.72	94.46	-0.26	11.92%	29
Рус.Стандарт 10 (7.5%)	07.10.10	1.93	91.87	-0.47	11.97%	42
Рус.Стандарт 11	05.05.11	2.38	92.34	-0.24	12.04%	20
Система 11	28.01.11	2.22	101.05	-0.43	8.38%	17
Татфондбанк 10	26.04.10	1.53	95.17	-1.67	13.06%	127
ТМК 09	29.09.09	1.03	100.18	-0.90	8.31%	81
ТМК 11	29.07.11	2.59	100.28	0.06	9.88%	-3
ТрансКредитБанк 10	16.05.10	1.62	98.26	-0.10	8.10%	11
ТрансКредитБанк 11	25.06.11	2.53	100.46	-0.28	8.80%	10
УРСА Банк 09	12.05.09	0.69	100.80	0.34	7.77%	-57
УРСА Банк 11 (12%)	30.12.11	2.80	98.94	-0.82	12.38%	30
ХКФБ 11 (11%, оферта)	20.12.09	1.24	99.61	-0.05	11.30%	5
ХКФБ 11 (11.75%, оферта)	11.08.10	1.80	99.99	-0.01	11.75%	0

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

В августе доминировали негативные настроения

Котировки как рублевых, так и валютных облигаций в августе пострадали из-за напряженности на мировых рынках и конфликта между Россией и Грузией. Рублевые бумаги понесли наибольшие потери – дефицит ликвидности в банковской системе и неблагоприятная динамика ставок NDF оказали дополнительное давление на цены рублевых облигаций.

Стоимость хеджирования внутренних долговых обязательств резко возросла на фоне негативных новостей относительно российско-грузинских отношений. Повышение стоимости хеджирования на 150-350 б. п. полностью нивелировало рост рублевой доходности на 30-150 б. п. и привело к снижению валютной доходности рублевых бумаг на 100-300 б. п.

Стоимость хеджирования резко выросла

После трехмесячного снижения динамика стоимости хеджирования в августе изменилась на противоположную – рост составил 150-350 б. п. Основное повышение произошло после того, как президент России Д. Медведев признал независимость Южной Осетии и Абхазии. В настоящее время стоимость хеджирования валютных рисков рублевых бумаг составляет 400-520 б. п. против 330-420 б. п. до подписания соответствующих указов президента и 100-260 б. п. в конце июля.

Столь значительное увеличение стоимости хеджирования полностью нивелировало повышение рублевой доходности на 30-150 б. п. и привело к уменьшению валютной доходности рублевых облигаций на 100-300 б. п.

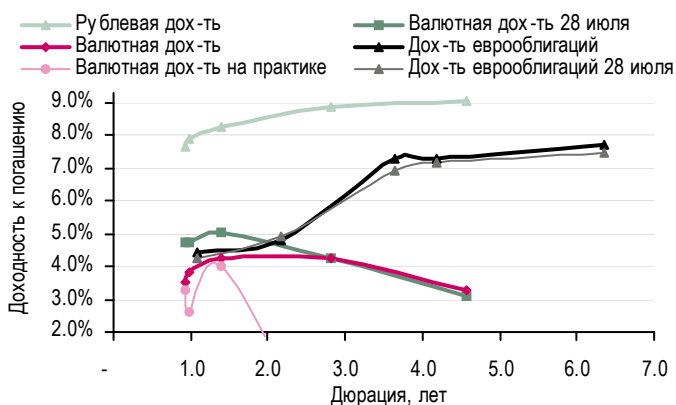
Кривая NDF заметно сместилась вверх и приобрела более плоскую форму: ставки по контрактам на срок до одного года с 28 июля возросла сразу на 130-410 б. п., а ставки по более долгосрочным контрактам увеличились на 80-110 б. п. Такая динамика, очевидно, объясняется ухудшением ожиданий относительно краткосрочных перспектив курса рубля – ставки NDF выросли, несмотря на снижение ставок долларových свопов на 10-20 б. п.

Рублевые облигации переоценены

В связи с существенным удорожанием хеджирования почти все рублевые обязательства стали переоцененными относительно соответствующих еврооблигаций. Краткосрочные внутренние выпуски пострадали сильнее всего из-за низкой дюрации (затраты на хеджирование амортизируются за более короткий период) и резкого роста ставок краткосрочных NDF. В частности, валютная доходность большинства рублевых облигаций с погашением в 2008 г. приблизилась к нулю.

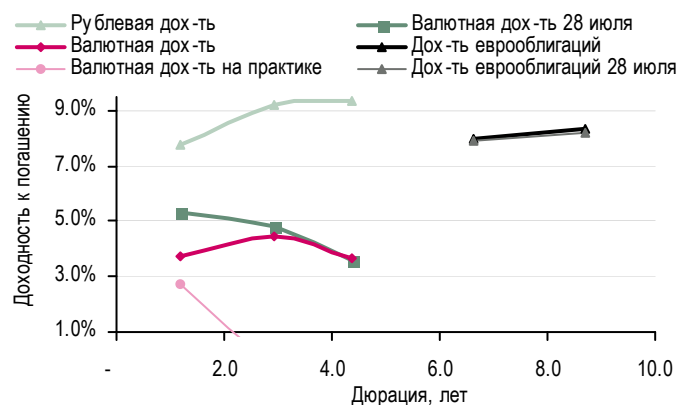
В настоящее время лишь немногие внутренние выпуски можно считать справедливо оцененными относительно внешнего рынка. Среди них рублевые облигации УРСА Банка (рис. 10), Газпрома с дюрацией менее 1.5 года, а также внутренние обязательства ВТБ (рис. 8).

Рисунок 3. Доходность облигаций Газпрома



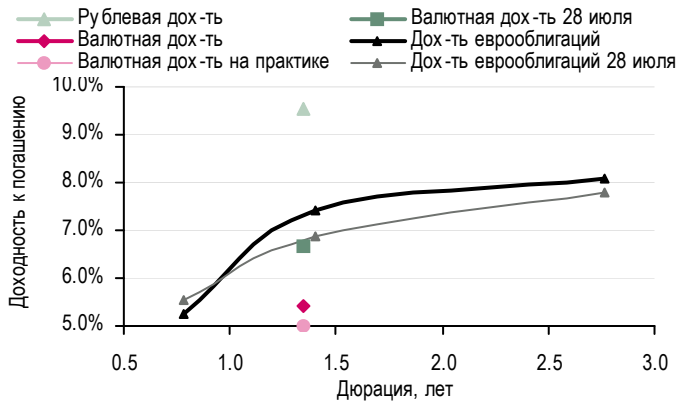
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Доходность облигаций ЛУКОЙЛа



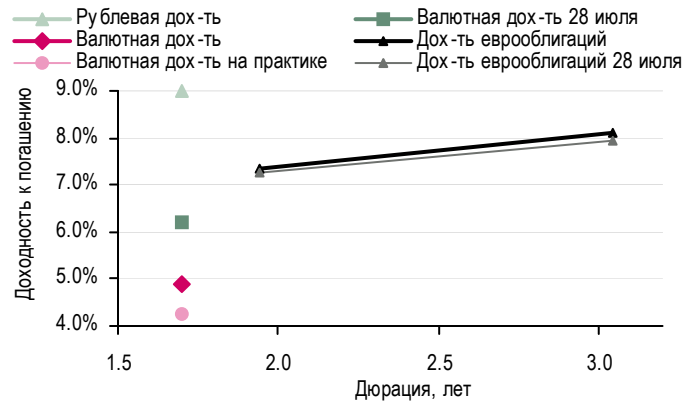
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 5. Доходность облигаций ВымпелКома



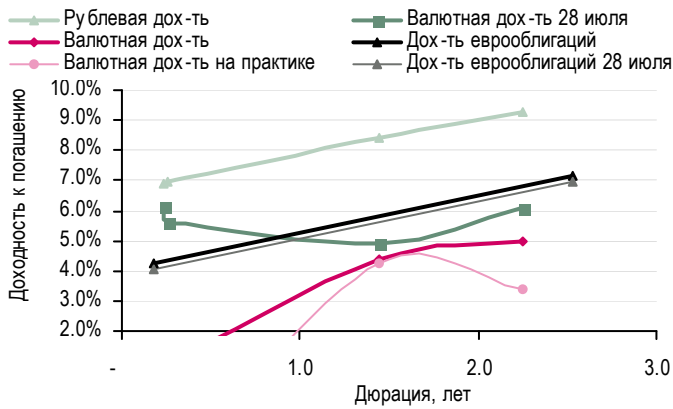
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 6. Доходность облигаций МТС



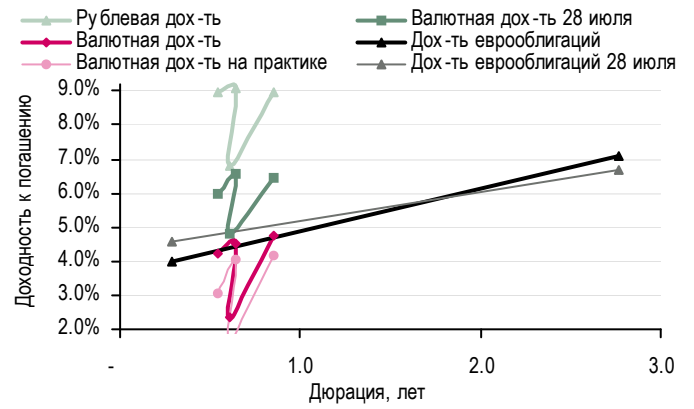
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 7. Доходность облигаций Газпромбанка



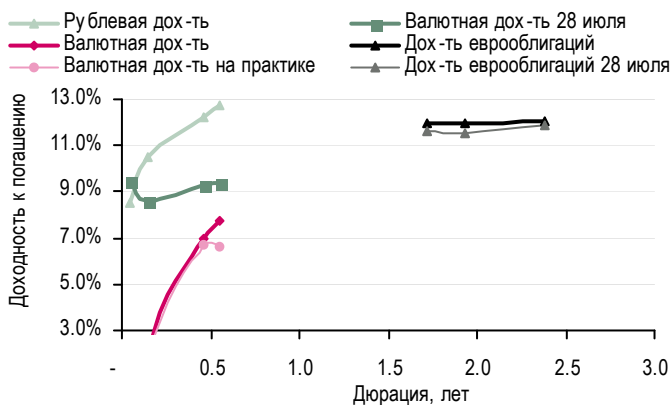
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 8. Доходность облигаций ВТБ



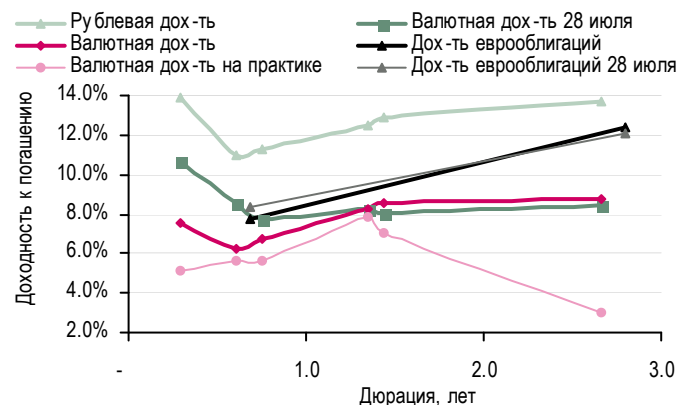
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 9. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт



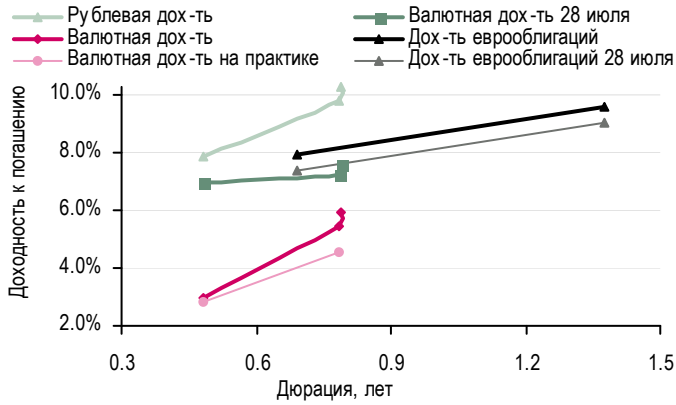
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 10. Доходность облигаций УРСА Банка



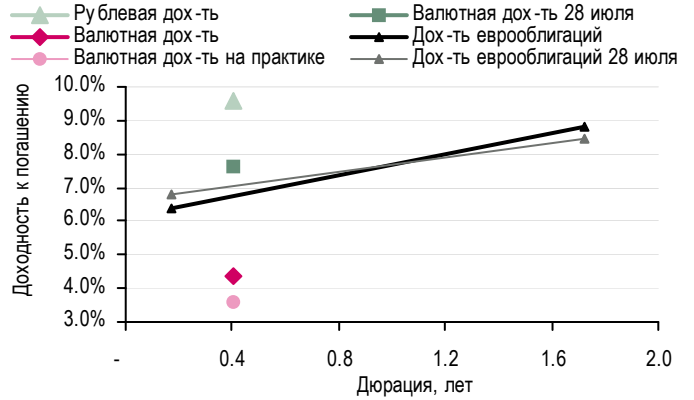
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 11. Доходность облигаций НОМОС Банка



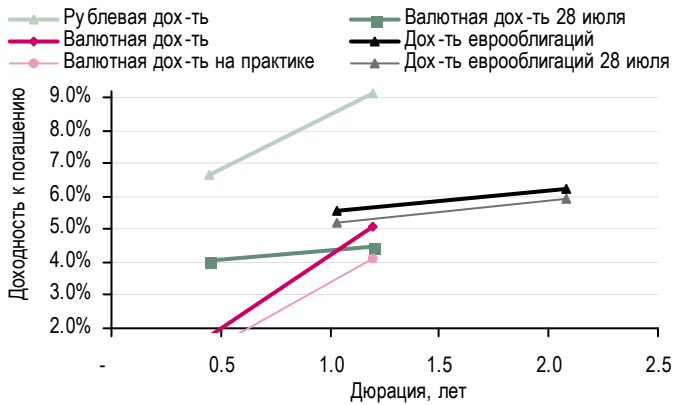
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 12. Доходность облигаций АК Барс Банка



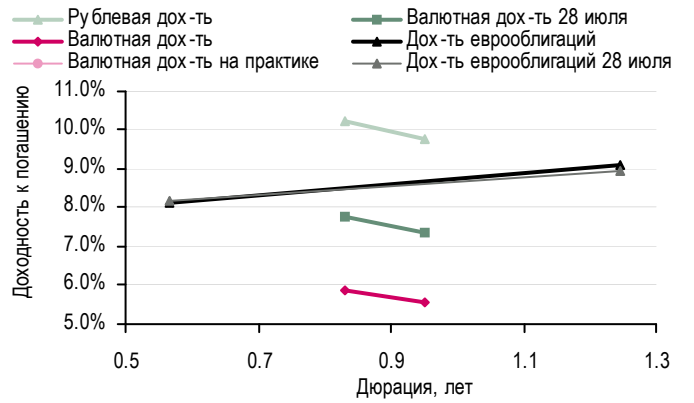
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 13. Доходность облигаций Банка Москвы



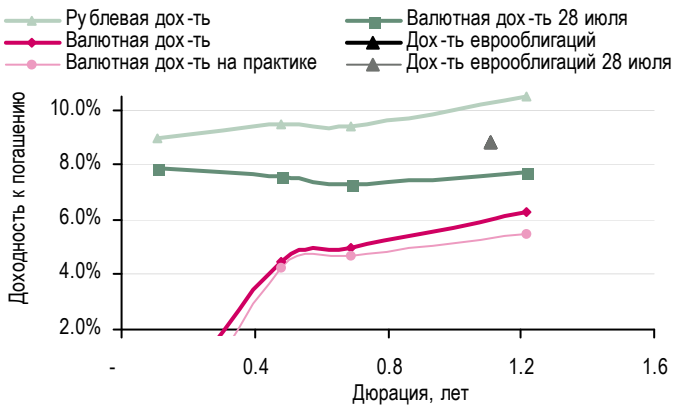
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 14. Доходность облигаций Банка Петрокоммерц



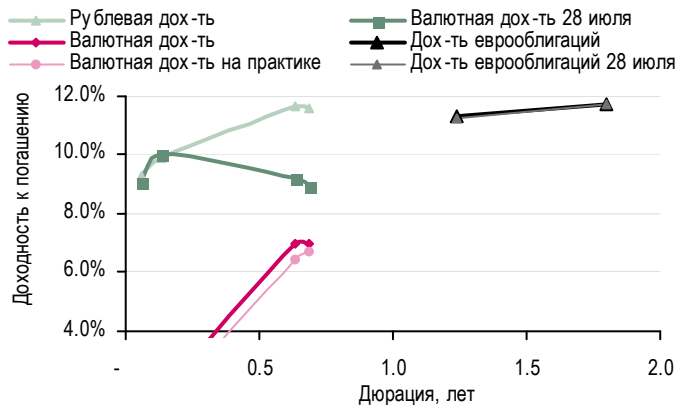
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 15. Доходность облигаций Банка Зенит



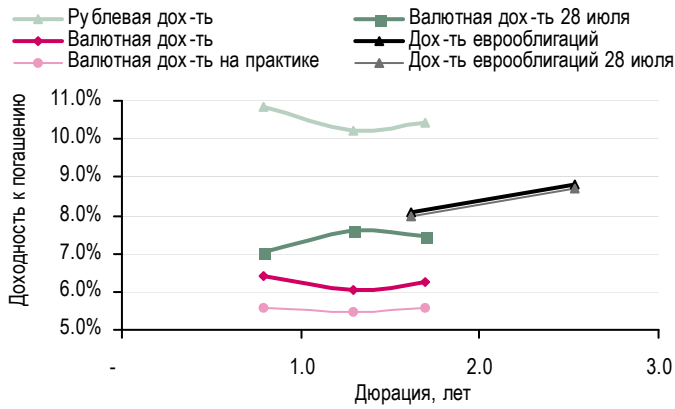
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 16. Доходность облигаций ХКФБ



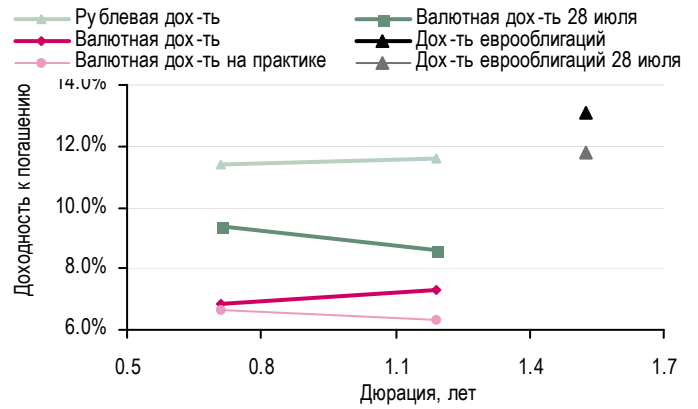
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 17. Доходность облигаций ТрансКредитБанка



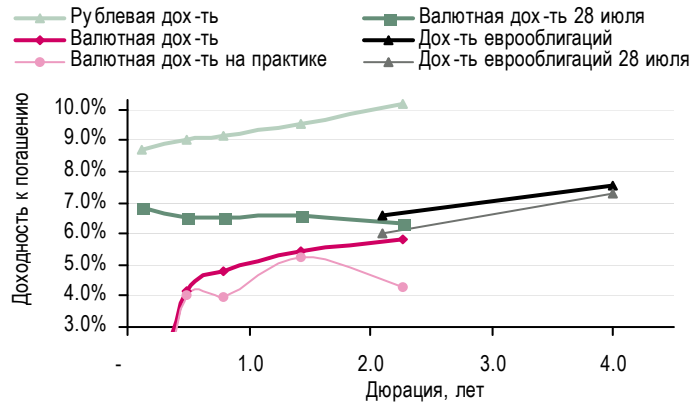
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 18. Доходность облигаций Татфондбанка



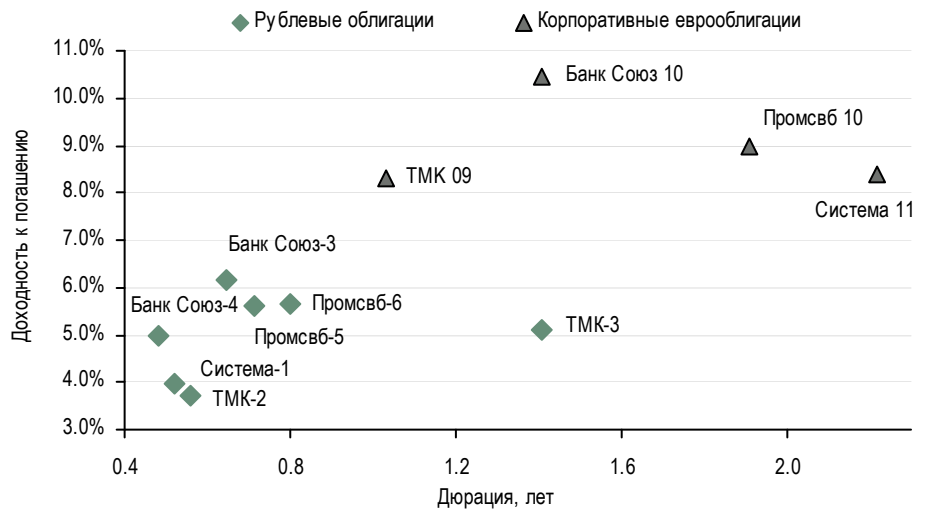
Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 19. Доходность облигаций РСХБ



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 20. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Новые выпуски в модели оценки

Мы включили в модель оценки относительной стоимости облигации ВымпелКома, МТС, МДМ-Банка, Татфондбанка и ТрансКредитБанка. Кроме того, в анализ также вошли недавно размещенные выпуски НОМОС-Банк-9, Петрокоммерц-4, Промсвязьбанк-6 и РСХБ-7.

Рублевые облигации ТрансКредитБанка и выпуски МТС-3 и ВымпелКом-1 представляются несколько переоцененными относительно внешнего рынка: их валютная доходность на 177-230 б. п. ниже, чем доходность соответствующих еврооблигаций (рис. 17, 5 и 6).

Ценовая диспропорция между внутренними и внешними долговыми обязательствами Татфондбанка еще более значительна (рис. 18). Даже если рассматривать рублевую доходность, внутренние облигации банка торгуются с более низкой доходностью по сравнению с выпуском Татфондбанк 10. При перерасчете в валютную доходность разница становится еще больше – в этом случае рублевые бумаги банка торгуются с дисконтом в 575-625 б. п. относительно еврооблигаций Татфондбанк 10, что является максимальным расхождением в доходности внутренних и внешних обязательств одного эмитента в настоящее время.

Наши рекомендации

В отчете «Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков» от 30 июля 2008 г. мы рекомендовали купить краткосрочные рублевые облигации ВТБ, РСХБ и УРСА Банка (с дюрацией до одного года). С точки зрения валютной доходности эти бумаги показали хорошую динамику благодаря изменению форвардного курса USD/RUB (их валютная доходность с 28 июля снизилась на 170-300 б. п.). Это означает, что доход от закрытия позиций в NDF сейчас полностью компенсирует небольшое снижение котировок рублевых обязательств. Кроме того, понижение котировок рекомендованных нами инструментов с 28 июля составило не более 0.3 п. п. (за исключением выпусков УРСА Банк -3 и ВТБ-4, цены которых уменьшились на 0.56-0.75 п. п.).

Еврооблигации ТМК 09, напротив, показали динамику намного хуже рынка (-0.9 п. п.) и в результате стали еще более привлекательными относительно внутреннего рынка. Премия доходности ТМК 09 к валютной доходности рублевых обязательств компании увеличилась с 120 б. п. по состоянию на 28 июля до 383 б. п., и мы по-прежнему рекомендуем этот выпуск к покупке.

Для инвесторов, отдающих предпочтение вложениям в еврооблигации, интерес может представлять также выпуск Татфондбанк 10. Его доходность к погашению превышает валютную доходность рублевого выпуска Татфондбанк-4 на 575 б. п., что является достаточно значительной премией.

Инвесторы, желающие зафиксировать прибыль по длинным хеджированным позициям в рублевых облигациях, могут воспользоваться резким изменением цены форвардных контрактов на курс USD/RUB и закрыть свои позиции. Участникам рынка, желающим сохранить вложения в рублевые бумаги, мы советуем держать длинные хеджированные позиции в краткосрочных выпусках ВТБ, РСХБ и УРСА Банка – эти облигации остаются наиболее привлекательными относительно внешнего рынка.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
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

Рынок акций – Россия

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

Начальник отдела анализа акций

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

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлок
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ольга Агеева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Яков Яковлев

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.