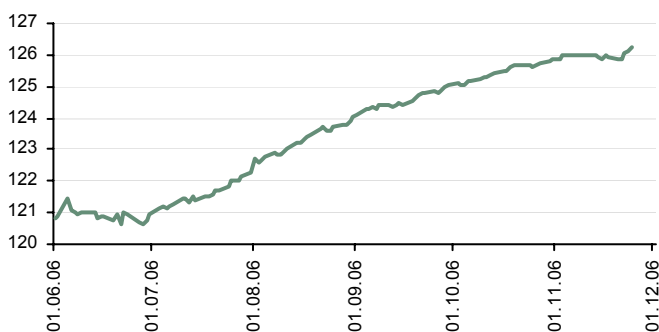


Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- Валютный доход внутренних долговых инструментов снизился из-за более высокой стоимости хеджирования.
- В настоящее время большинство рублевых обязательств либо справедливо оценены относительно соответствующих еврооблигаций, либо торгуются с незначительным дисконтом к их доходности.
- Сохранявшаяся в течение длительного времени премия рублевых обязательств Газпрома к еврооблигациям монополии исчезла: наиболее ликвидные выпуски Газпром-4 и Газпром-6 торгуются с дисконтом в 24 б. п. к рынку внешних долговых обязательств.
- Разница между валютной доходностью рублевых обязательств и доходностью еврооблигаций большинства эмитентов находится в рамках спреда между котировками спроса/предложения. Таким образом, возможности арбитража между внутренними и внешними обязательствами Банка Русский Стандарт, Россельхозбанка, МегаФона, Северстали и ТМК отсутствуют.
- В данном отчете мы воздерживаемся от каких-либо рекомендаций, поскольку на настоящий момент между рублевыми обязательствами и еврооблигациями сформировалось справедливое ценообразование.

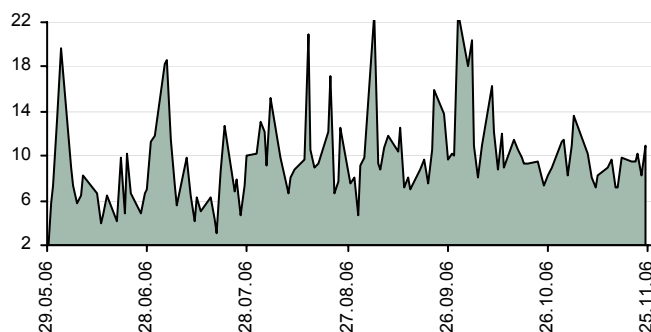
Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	339.50	0.5%	3.8%	26.7%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	55.30	-17.6%	-60.4%	27.7%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	-1.10	-97.9%	-100.9%	-97.2%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	266.50	0.0%	12.6%	63.2%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	7.25	(1.3)	5.3	(0.5)
Официальный курс USD/RUB	26.37	-1.4%	-2.5%	-8.7%
Официальный курс EUR/RUB	34.60	1.7%	0.1%	2.5%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.62	38.8%	18.4%	27.7%

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

Валютная доходность снизилась на 20-50 б. п.

Таблица 1. Валютная доходность корпоративных рублевых облигаций по состоянию на 24 ноября 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**
ВТБ-4	22.03.07	0.32	100.15	6.08%	5.65%	43	5.50%	н/д	20	5.57%
ВТБ-5	26.04.07	0.42	100.20	5.83%	5.53%	30	5.44%	н/д	17	5.47%
ВТБ-6	18.07.07	0.63	100.55	5.74%	5.52%	22	5.43%	н/д	14	5.40%
ВТБ 09	13.04.09	2.22	101.13	6.58%	5.62%	96	5.55%	-18	12	4.98%
Газпром-3	18.01.07	0.15	100.28	6.22%	5.18%	104	5.33%	н/д	25	5.31%
Газпром-5	09.10.07	0.86	101.12	6.33%	6.09%	23	6.00%	22	12	5.95%
Газпром-6	06.08.09	2.46	100.75	6.75%	5.70%	105	5.63%	-24	12	5.29%
Газпром-4	10.02.10	2.84	104.16	6.87%	5.71%	116	5.65%	-24	13	4.95%
Импексбанк-2	25.04.07	0.41	100.00	7.61%	7.29%	32	7.14%	119	18	7.17%
Импексбанк-3	16.05.07	0.47	101.13	6.85%	6.59%	26	6.42%	48	16	6.43%
МегаФон-2	11.04.07	0.38	101.15	6.22%	5.87%	35	5.77%	н/д	18	5.82%
МегаФон-3	15.04.08	1.33	102.86	7.17%	6.68%	49	6.58%	н/д	10	6.46%
РСХБ-1	04.06.08	1.44	101.45	6.35%	5.80%	55	5.72%	н/д	10	5.13%
РСХБ-2	16.02.11	3.65	101.61	7.61%	6.30%	131	6.21%	13	13	5.59%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.30	99.98	7.76%	7.28%	47	7.06%	-59	22	7.14%
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.72	100.00	8.55%	8.32%	23	8.16%	20	14	8.15%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.21	99.85	8.53%	8.09%	44	7.93%	-12	10	7.70%
Северсталь	28.06.07	0.57	100.80	6.79%	6.56%	23	6.46%	н/д	15	6.42%
ТМК-2	27.03.07	0.34	100.90	7.41%	7.00%	41	6.80%	н/д	20	6.86%
ТМК-3	19.02.08	1.18	100.35	7.78%	7.36%	42	7.26%	н/д	10	6.99%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.47	99.64	9.50%	9.24%	26	8.96%	н/д	16	8.70%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.32	99.80	9.17%	8.72%	45	8.43%	н/д	21	8.50%

* 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

В то время как котировки рублевых обязательств преимущественно снижались, движение цен еврооблигаций российских эмитентов не имело единого направления. Тем не менее, из-за динамики NDF контрактов в период с 23 октября по 24 ноября валютная доходность большинства внутренних долговых инструментов снизилась на 20-50 б. п. В результате премия большинства рублевых обязательств к доходности еврооблигаций на уровне 25-50 б. п. сменилась на дисконт в размере 10-30 б. п.

Таблица 2. Изменение доходности еврооблигаций с 23 октября по 24 ноября 2006 г.

Еврооблигации	Погашение	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Изменение	Доходность к погашению	Изменение, б.п.
ВТБ 08	11.12.08	1.89	102.24	0.01	5.70%	-5
ВТБ 11	12.10.11	4.17	106.61	0.75	5.92%	-20
Газпром 07	25.04.07	0.42	101.36	-0.34	5.76%	10
Газпром 13	01.03.13	4.89	118.67	0.60	6.00%	-14
Импексбанк 07	29.06.07	0.58	101.76	-0.08	5.95%	-24
МегаФон 09	10.12.09	2.67	103.01	0.67	6.89%	-26
РСХБ 10	29.11.10	3.47	102.79	0.06	6.08%	-3
РСХБ 13	16.05.13	5.32	105.50	0.62	6.13%	-12
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.39	100.36	-0.30	7.71%	42
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	0.83	99.80	-0.25	8.03%	30
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.35	100.08	-0.41	8.06%	29
Северсталь 09	24.02.09	2.06	103.70	0.04	6.81%	-8
Северсталь 14	19.04.14	5.56	108.03	0.29	7.80%	-6
ТМК 09	29.09.09	2.56	102.26	0.75	7.60%	-31
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.13	100.88	-0.17	8.31%	9
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.48	99.88	-0.03	8.70%	3

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Изменение доходности рублевых облигаций с 23 октября по 24 ноября 2006 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.
ВТБ-4	22.03.07	0.32	100.15	-0.20	39	43	25	5.50%	12
ВТБ-5	26.04.07	0.42	100.20	-0.25	43	30	27	5.44%	16
ВТБ-6	18.07.07	0.63	100.55	-0.13	7	22	27	5.43%	-19
ВТБ 09	13.04.09	2.22	101.13	0.00	-2	96	42	5.55%	-43
Газпром-3	18.01.07	0.15	100.28	-0.57	173	104	29	5.33%	152
Газпром-5	09.10.07	0.86	101.12	-0.29	19	23	19	6.00%	0
Газпром-6	06.08.09	2.46	100.75	0.04	-3	105	45	5.63%	-46
Газпром-4	10.02.10	2.84	104.16	-0.38	9	116	47	5.65%	-36
Импексбанк-2	25.04.07	0.41	100.00	-0.50	106	32	27	7.14%	75
Импексбанк-3	16.05.07	0.47	101.13	-0.22	2	26	23	6.42%	-27
МегаФон-2	11.04.07	0.38	101.15	0.08	-80	35	26	5.77%	-102
МегаФон-3	15.04.08	1.33	102.86	-0.29	8	49	29	6.58%	-20
РСХБ-1	04.06.08	1.44	101.45	1.15		55		5.72%	
РСХБ-2	16.02.11	3.65	101.61	-0.18	4	131	49	6.21%	-44
Русский Стандарт-5	23.03.07	0.30	99.98	0.08	-23	47	25	7.06%	-48
Русский Стандарт-3	22.08.07	0.72	100.00	-0.40	52	23	23	8.16%	28
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.21	99.85	-0.22	18	44	27	7.93%	-8
Северсталь	28.06.07	0.57	100.80	0.30	-65	23	26	6.46%	-87
ТМК-2	27.03.07	0.34	100.90	-0.32	19	41	26	6.80%	-7
ТМК-3	19.02.08	1.18	100.35	0.00	-2	42	25	7.26%	-26
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.47	99.64	-0.16	45	26	24	8.96%	12
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.32	99.80	0.35	-80	45	25	8.43%	-102

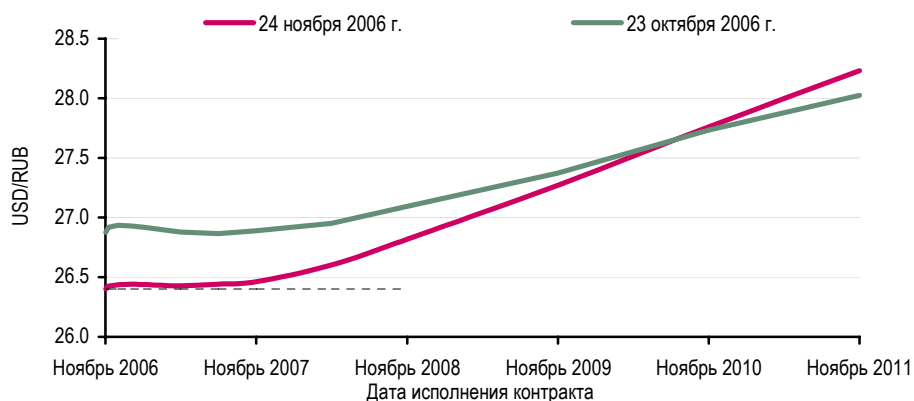
Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Хеджирование становится все более дорогим

Кривая NDF претерпела изменения, способствуя повышению стоимости хеджирования на 19-50 б. п. по всему спектру облигаций. По состоянию на 24 ноября 2006 г. котировки NDF контрактов остаются практически неизменными до конца текущего года и предполагают более быстрое ослабление рубля в дальнейшей перспективе.

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



Источник: Bloomberg

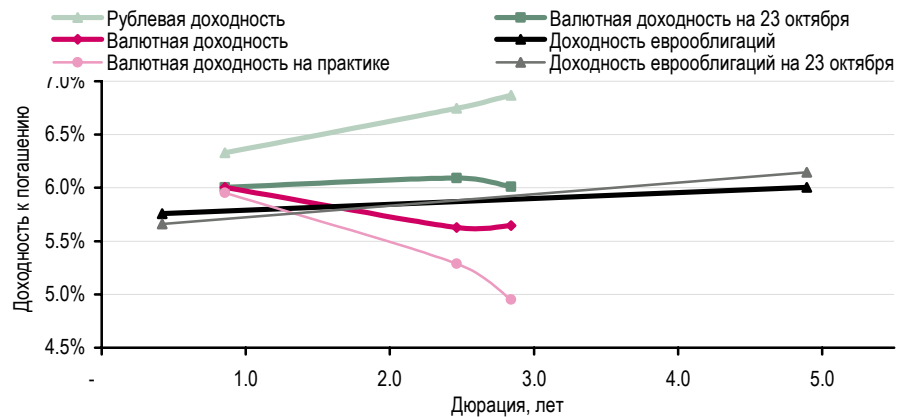
Премии рублевых облигаций сменились дисконтами

Дисконт рублевых облигаций Газпрома – 24 б. п.

Сохранявшаяся в течение долгого времени премия внутренних обязательств Газпрома к еврооблигациям монополии исчезла. В настоящее время наиболее ликвидные выпуски Газпром-4 и Газпром-6 торгуются с дисконтом в 24 б. п. к внешним долговым обязательствам эмитента. Валютная доходность менее ликвидного пятого займа по-прежнему превышает доходность еврооблигаций Газпрома, однако уже на 22 б. п., а не на 34 б. п. как ранее.

Премия облигаций Газпром-5 в размере 22 б. п. и дисконт четвертого и шестого выпусков монополии к ее еврооблигациям на уровне 24 б. п. не выходят за рамки спреда между котировками спроса/предложения. Мы считаем рублевые долговые инструменты Газпрома справедливо оцененными относительно его еврооблигаций.

Рисунок 4. Доходность облигаций Газпрома

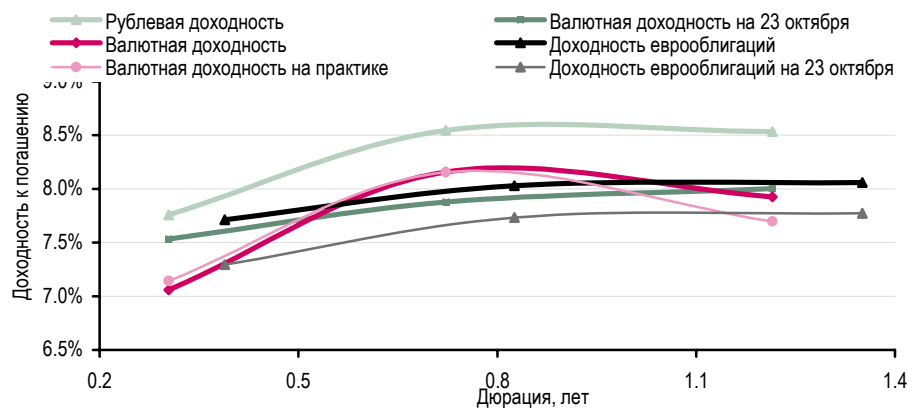


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Остальные рублевые выпуски также справедливо оценены относительно еврооблигаций

Остальные рублевые выпуски также представляются справедливо оцененными относительно еврооблигаций соответствующих эмитентов.

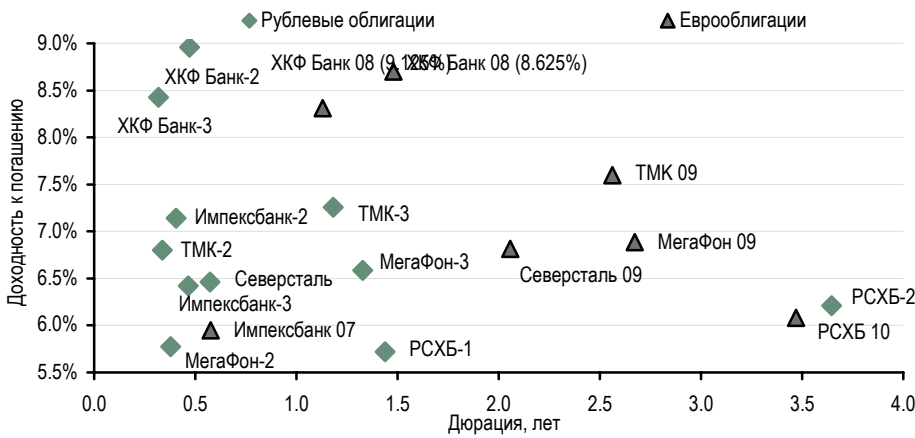
Рисунок 5. Доходность облигаций Банка Русский Стандарт



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

В частности, в настоящее время отсутствуют возможности арбитража по рублевым долговым инструментам и еврооблигациям Банка Русский Стандарт, Россельхозбанка, МегаФона, Северстали и ТМК. Неэффективное ценообразование наблюдается лишь в выпусках Импэксбанк-2 и ХКФБ-2. Однако реализация арбитража по данным инструментам осложняется их низкой ликвидностью.

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций

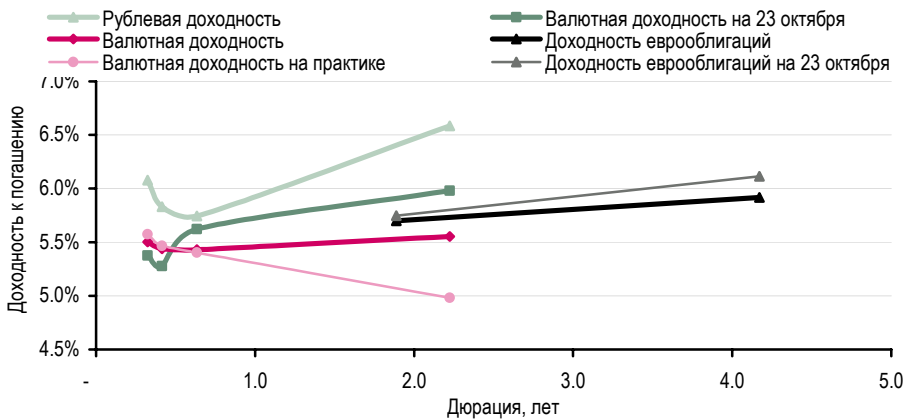


Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Справедливое ценообразование внутренних и внешних обязательств ВТБ

Мы начинаем анализ облигаций ВТБ. Исходя из модели относительной стоимости, ценообразование рублевых обязательств ВТБ по сравнению с еврооблигациями банка представляется справедливым, поскольку дисконт рублевого выпуска ВТБ 09 в размере 18 б. п. находится в рамках спреда между котировками спроса/предложения.

Рисунок 7. Валютная доходность облигаций ВТБ



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Наши рекомендации

В данном отчете мы воздерживаемся от каких-либо рекомендаций, поскольку на настоящий момент между рублевыми обязательствами и еврооблигациями сформировалось справедливое ценообразование. Иными словами, исходя из модели относительной стоимости, в настоящий момент мы не видим разницы между покупкой рублевых обязательств и еврооблигаций.

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
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
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 Курприянова

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
Ooganian@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