

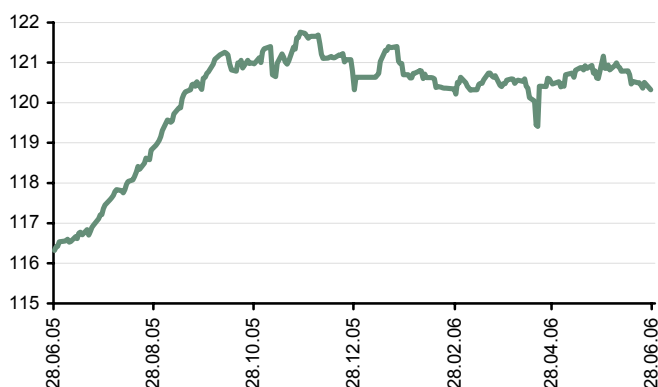
Относительная стоимость внутреннего и внешнего долговых рынков

- Более благоприятная ценовая динамика рублевых облигаций привела к исчезновению премии внутреннего долга к внешнему. Так, у Газпрома премия рублевых обязательств к еврооблигациям, сохранявшаяся в апреле-мае на уровне 31-44 б. п., превратилась в дисконт 2-16 б. п.
- Кривая NDF не претерпела существенных изменений, поэтому динамика валютной доходности рублевых облигаций определялась главным образом движением их цен.
- Мы рекомендуем закрывать длинные позиции в рублевых облигациях Газпрома, поскольку их премия к еврооблигациям монополии снизилась на 40-60 б. п., и возможности арбитража исчерпаны.
- Некоторая премия к внешним долговым обязательствам сохраняется лишь для рублевых выпусков Банк Русский Стандарт-5 и Импэксбанк-3. Однако низкая ликвидность этих облигаций затрудняет арбитраж.
- По результатам анализа относительной стоимости прочие долговые обязательства представляются справедливо оцененными. По этой причине в данном отчете мы воздерживаемся от каких-либо конкретных рекомендаций.

Ключевые показатели ликвидности	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
статки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	328.50	0%	-34%	41%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	167.60	20%	376%	279%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	-0.30	-100%	-101%	-101%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	246.00	4%	44%	64%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	5.50	3.5	-0.50	-2.50
Официальный курс USD/RUB	27.03	0%	-6%	-5%
Официальный курс EUR/RUB	34.05	-1%	-1%	-2%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.32	-0.1	-0.3	0.1

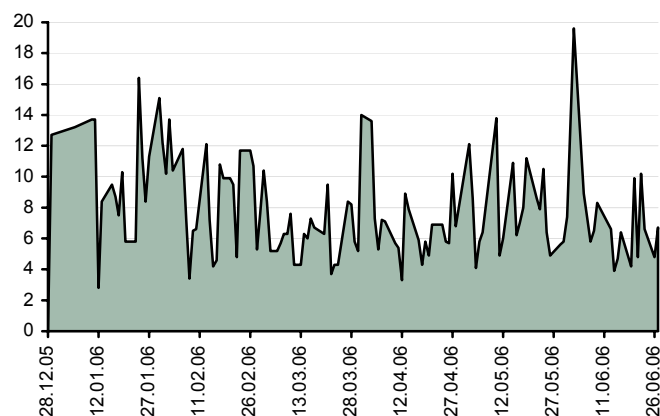
Источники: Банк России, Reuters, оценка Ренессанс Капитала

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



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Внутренний долговой рынок был менее чувствителен к негативным внешним факторам

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	0.55	101.10	6.18%	6.46%	-28	6.35%	-3	24	6.32%
Газпром-5	09.10.07	1.23	101.19	6.70%	6.51%	18	6.42%	-2	18	6.23%
Газпром-6	06.08.09	2.78	99.55	7.24%	6.52%	72	6.41%	-16	17	5.97%
Газпром-4	10.02.10	3.13	102.93	7.42%	6.66%	76	6.55%	-10	16	6.28%
Импексбанк-2	25.04.07	0.81	100.28	7.26%	7.39%	-13	7.25%	21	23	7.17%
Импексбанк-3	16.05.07	0.86	101.04	8.15%	8.25%	-10	8.09%	105	23	8.04%
МегаФон-2	11.04.07	0.77	102.20	6.47%	6.62%	-16	6.52%	н/д	22	6.41%
МегаФон-3	15.04.08	1.68	102.80	7.69%	7.23%	46	7.12%	н/д	21	6.90%
РСХБ-1	06.12.06	0.44	100.43	6.68%	7.04%	-35	6.94%	н/д	24	6.95%
РСХБ-2	16.02.11	3.91	99.40	8.25%	7.44%	81	7.32%	-2	16	7.06%
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.18	100.07	8.09%	8.72%	-63	8.46%	н/д	42	8.59%
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.72	99.30	8.98%	9.17%	-19	8.97%	74	23	8.75%
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.57	99.50	8.74%	8.33%	41	8.18%	-27	19	7.87%
Северсталь	28.06.07	0.95	101.22	6.94%	6.98%	-4	6.85%	н/д	23	6.33%
ТНК	28.11.06	0.42	103.66	6.20%	6.56%	-36	6.55%	н/д	24	6.57%
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.86	99.75	8.97%	9.07%	-10	8.88%	н/д	23	8.25%
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.72	99.82	8.78%	8.97%	-19	8.76%	н/д	23	8.75%

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

Рублевые облигации демонстрируют более успешную ценовую динамику, чем еврооблигации. Так, за последний месяц индекс Ренессанс Капитала для корпоративных еврооблигаций снизился на 2.21%, тогда как аналогичный индекс для корпоративных и муниципальных рублевых облигаций – лишь на 0.67%.

Под влиянием негативных внешних факторов с 22 мая по 26 июня еврооблигации российских эмитентов потеряли в цене 0.7-3.1 п. п., а их доходность выросла на 40-80 б. п.

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	0.81	102.15	-0.60	6.40%	39.09
Газпром 09	21.10.09	2.87	111.50	-2.21	6.58%	58.43
Газпром 13	01.03.13	5.05	112.91	-3.80	7.16%	62.58
Импексбанк 07	29.06.07	0.95	101.87	-0.70	7.04%	50.80
МегаФон 09	10.12.09	3.08	99.54	-1.65	8.15%	54.46
РСХБ 10	29.11.10	3.87	98.24		7.35%	
РСХБ 13	16.05.13	5.49	97.79		7.59%	
Рус.Стандарт 07 (8.750%)	14.04.07	0.78	100.37	-0.72	8.23%	78.29
Рус.Стандарт 07 (7.800%)	28.09.07	1.20	99.25	-0.95	8.42%	79.56
Рус.Стандарт 08	21.04.08	1.70	99.41	-0.90	8.47%	52.90
Северсталь 09	24.02.09	2.37	102.02	-0.68	7.76%	24.94
Северсталь 14	19.04.14	5.69	104.30	-3.09	8.48%	51.17
ТНК 07	06.11.07	1.29	105.45	-1.14	6.73%	54.12
ХКФ Банк 08 (9.125%)	04.02.08	1.48	100.33	-1.33	8.89%	84.29
ХКФ Банк 08 (8.625%)	30.06.08	1.81	99.11	-1.40	9.12%	76.79

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Внутренние долговые инструменты оказались менее чувствительными к ценовому падению на мировом рынке долга: рост валютной доходности большинства рублевых обязательств не превысил 35 б. п.

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	0.55	101.10	-0.38	32	-28	6	6.35%	25
Газпром-5	09.10.07	1.23	101.19	-0.11	2	18	4	6.42%	-2
Газпром-6	06.08.09	2.78	99.55	-0.40	15	72	18	6.41%	-3
Газпром-4	10.02.10	3.13	102.93	-1.12	33	76	14	6.55%	19
Импексбанк-2	25.04.07	0.81	100.28	0.08	-41	-13	-36	7.25%	29
Импексбанк-3	16.05.07	0.86	101.04	-0.06	-37	-10	-34	8.09%	33
МегаФон-2	11.04.07	0.77	102.20	0.11	-45	-16	-2	6.52%	-41
МегаФон-3	15.04.08	1.68	102.80	-0.18	2	46	9	7.12%	-7
РСХБ-1	06.12.06	0.44	100.43	-0.06	64	-35	51	6.94%	36
РСХБ-2	16.02.11	3.91	99.40	-0.81	22	81	42	7.32%	-7
Русский Стандарт-3	01.09.06	0.18	100.07	-0.03	-4	-63	45	8.46%	-50
Русский Стандарт-5	15.03.07	0.72	99.30	-0.45	73	-19	-2	8.97%	72
Русский Стандарт-4	03.03.08	1.57	99.50	-0.52	35	41	8	8.18%	26
Северсталь	28.06.07	0.95	101.22	0.11	-21	-4	-4	6.85%	-16
ТНК	28.11.06	0.42	103.66	-0.99	32	-36	23	6.55%	24
ХКФ Банк-2	15.05.07	0.86	99.75	-0.25	30	-10	-2	8.88%	31
ХКФ Банк-3	22.03.07	0.72	99.82	-0.18	28	-19	-2	8.76%	25

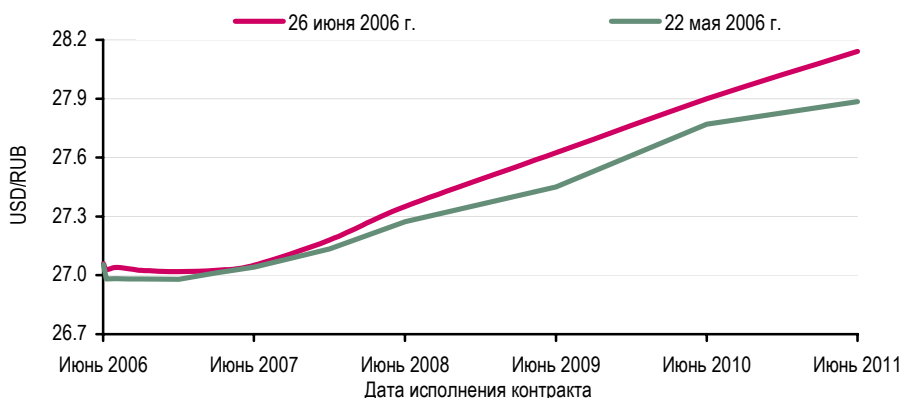
** Валютная доходность получена на основе долларовой доходности в результате перехода к полугодовому периоду реинвестирования вместо годового и изменения системы расчетов: 30/360 вместо Количество календарных дней/365.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Кривая NDF не претерпела существенных изменений

По причине отсутствия существенных изменений в форме кривой NDF (стоимость хеджирования большинства бумаг изменилась в пределах 20 б. п.) динамика валютной доходности рублевых облигаций определялась главным образом движением их цен.

Рисунок 3. Динамика форвардов на USD/RUB



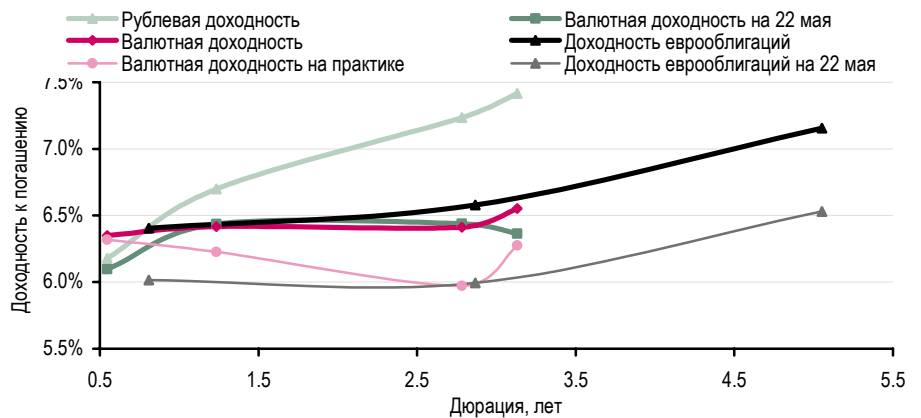
Источник: Bloomberg

Исчезла премия рублевых обязательств к еврооблигациям

Стоимость рублевых облигаций Газпрома достигла справедливых уровней

Благодаря более благоприятной ценовой динамике внутренних обязательств премия рублевых облигаций Газпрома к еврооблигациям компании в размере 31-44 б. п., сохранявшаяся в апреле-мае 2006 г., превратилась в дисконт 2-16 б. п. Таким образом, после двухмесячного периода неэффективного ценообразования стоимость внутренних обязательств Газпрома достигла справедливых уровней относительно еврооблигаций.

Рисунок 4. Доходность облигаций Газпрома

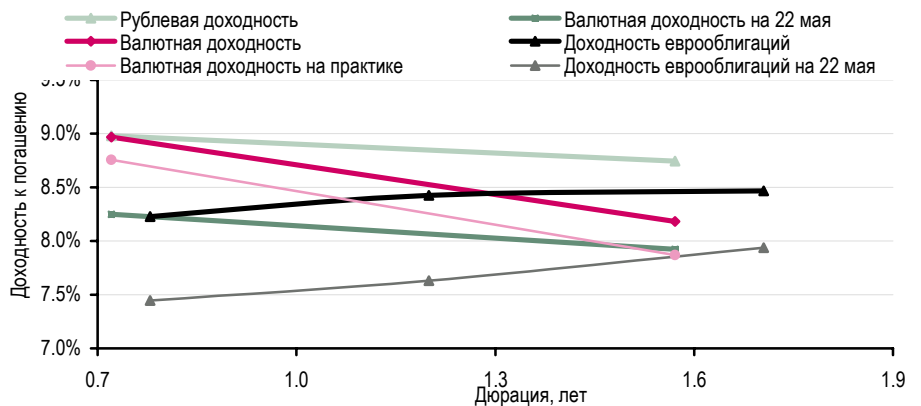


Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Недооцененными остались лишь низколиквидные бумаги

В целом внутренние и внешние обязательства большинства российских эмитентов в настоящий момент представляются справедливо оцененными. Некоторая неэффективность в ценообразовании сохраняется лишь для низколиквидных рублевых облигаций. В частности, пятый выпуск Банка Русский Стандарт торгуется с премией в 70-90 б. п. к еврооблигациям с апреля 2006 г.

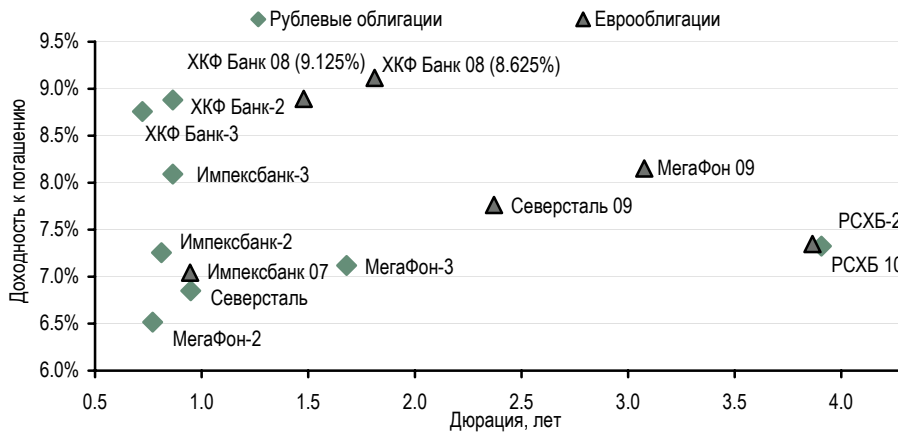
Рисунок 5. Доходность облигаций банка Русский Стандарт



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Ценовые уровни рублевых обязательств Импэксбанка также, на наш взгляд, нельзя назвать справедливыми. Так, третий выпуск рублевых обязательств банка торгуется с существенной премией (105 б. п.) к его еврооблигациям. Кроме того, неэффективность в ценообразовании сохраняется и для рублевых облигаций: несмотря на сравнимую дюрацию (0.81 лет для второго и 0.86 лет для третьего выпуска) разница между доходностями второго и третьего выпусков Импэксбанка достигает 87 б. п.

Рисунок 6. Валютная доходность корпоративных облигаций



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Наши рекомендации

Мы рекомендуем закрывать длинные позиции в рублевых облигациях Газпрома, поскольку их премия к еврооблигациям, сохранявшаяся в апреле-мае на уровне 31-44 б. п., превратилась в дисконт 2-16 б. п.

Некоторая премия к еврооблигациям сохраняется лишь для рублевых выпусков Банк Русский Стандарт-5 и Импэксбанк-3. Однако широкий спрэд между котировками спроса/предложения и низкая ликвидность облигаций затрудняет арбитраж по ним.

По результатам анализа относительной стоимости прочие долговые обязательства представляются справедливо оцененными. По этой причине в данном отчете мы воздерживаемся от каких-либо конкретных рекомендаций.

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 могут 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

Количественный анализ + 7 (495) 258 7735

Сергей Кудрявцев
Skudryavtsev@rencap.com

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 Садыкова
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

Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

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

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова
Jropova@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