

## Рублевые облигации Все не так уж и дорого

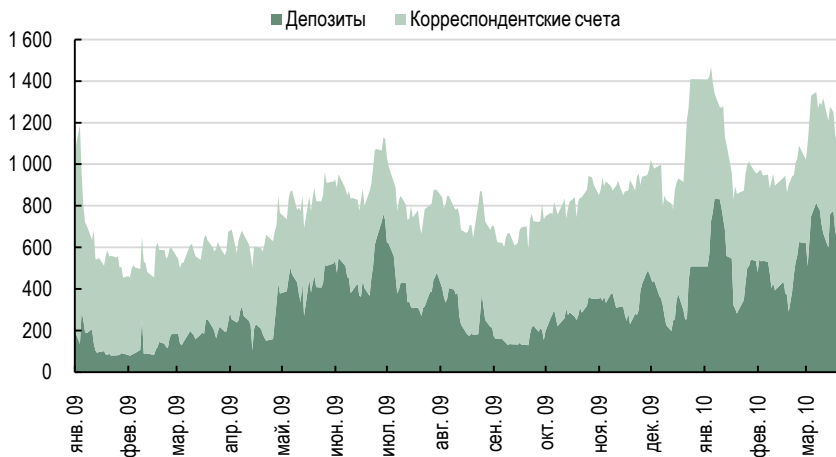
- **Благоприятная рыночная конъюнктура.** Ситуация на рынке рублевых облигаций с начала года остается позитивной. Ралли продолжалось в течение всего первого квартала, и доходности долговых инструментов снизились на 120-170 б. п., вновь приблизившись к уровням, наблюдавшимся до начала кризиса. Например, доходность выпуска Москва-56 с погашением в 2016 г. опустилась с 9.3% до 7.6%.
- **Доходности вернулись к докризисному уровню.** Со снижением доходностей растет искушение зафиксировать прибыль, однако мы отмечаем, что все факторы поддержки для рынка рублевых облигаций по-прежнему в силе, и считаем, что в ближайшие три-шесть месяцев их влияние сохранится.
- **Что дальше?** Абсолютная величина доходностей рублевых инструментов сейчас низкая, однако мы не считаем их переоцененными, учитывая инфляцию, а также нынешний уровень процентных ставок Банка России и ставок NDF. Более того, поскольку Банк России, по всей видимости, будет и далее снижать ключевые процентные ставки в целях стимулирования экономического роста, мы полагаем, что доходности внутренних облигаций продолжат падать.
- **Мы ожидаем, что ралли продолжится.** По нашим прогнозам, доходность ОФЗ и облигаций самых надежных эмитентов к середине года снизится еще на 100-150 б. п. Наибольший интерес, на наш взгляд, представляют долгосрочные государственные долговые обязательства.
- **АИЖК – наш фаворит в первом эшелоне.** Мы полагаем, что в сегменте квазисуверенных бумаг опережающую динамику продемонстрируют облигации АИЖК. В частности, мы выделяем выпуски АИЖК-12, АИЖК-13, АИЖК-14 и АИЖК-15 с плавающей ставкой купона, привязанной к ставке рефинансирования Банка России.
- **Облигации горнодобывающих и металлургических компаний будут и далее показывать динамику лучше рынка.** Полный список всех рекомендованных нами долговых обязательств, включая выпуски с более высокой доходностью, не имеющие рейтингов, представлены в *табл. 2*. Мы обращаем особое внимание на инструменты эмитентов горнодобывающей промышленности и металлургии, которые, на наш взгляд, имеют самый большой потенциал роста.

С начала года рынок рублевых облигаций находится в хорошем состоянии. Ралли продолжалось в течение всего первого квартала, и доходность обязательств снизилась на 120-170 б. п., приблизившись к докризисным уровням. К примеру, доходность выпуска Москва-56 (со сроком погашения в 2016 г.) упала с 9.3% до 7.6%. Первичный рынок, где активность в начале года была довольно слабой в связи с продолжительными зимними каникулами, набирает обороты, и к настоящему времени объем новых размещений, включая государственные облигации, уже достиг 200 млрд руб. Заметно увеличился и средний срок обращения размещаемых инструментов: большинство заемщиков сейчас отдает предпочтение бумагам с погашением через три-пять лет, тогда как срок обращения облигаций, размещавшихся в прошлом году, составлял от года до трех лет. Москомзайм впервые предложил инвесторам двенадцатилетние обязательства с доходностью 7.69%. Спрос на рублевые активы со стороны нерезидентов растет на фоне новых ожиданий ревальвации рубля, и подконтрольный государству Россельхозбанк без проблем разместил трехлетние рублевые еврооблигации на сумму 30 млрд руб. с доходностью 7.5%. Нынешняя исключительно благоприятная конъюнктура внутреннего долгового рынка подкреплялась следующими факторами.

- **Политика Банка России в сфере процентных ставок, направленная на стимулирование экономической активности.** В прошлом году регулятор понизил ключевые процентные ставки на 400 б. п. и продолжает смягчать политику в нынешнем году (за первый квартал ставки были уменьшены еще на 50 б. п.). Последнее решение о понижении ставок было принято 26 марта. Ключевая ставка прямого РЕПО на аукционной основе сроком на один день была снижена на 25 б. п. до 5.50%. Кроме того Банк России возобновил депозитные операции на условиях *overnight*, установив ставку в 2.75%. По данным Банка России, в годовом сопоставлении инфляция на 22 марта составляла 6.9% против 7.2% в феврале прошлого года. Регулятор не видит значительных рисков ускорения инфляции в этом году, хотя потребительские цены, по нашему мнению, могут пойти вверх где-то в четвертом квартале. Как мы полагаем, основная цель Банка России на данный момент – стимулирование экономической активности и внутреннего спроса, так как восстановление экономики пока видится центральному банку неустойчивым. Вторая задача – ограничить приток спекулятивного капитала. Мы предполагаем, что Банк России пойдет на дальнейшее снижение ставок однодневного РЕПО, которые к середине года могут составить 4.75-5.00%.
- **Возобновилась тенденция к укреплению рубля.** Товарно-сырьевые рынки продолжают восстанавливаться, активное сальдо счета текущих операций России растет (по итогам первого квартала ожидается USD15 млрд против USD7.0 млрд годом ранее), а рубль вновь популярен у игроков валютного рынка. В середине февраля курс рубля к бивалютной корзине приблизился к цене покупки валюты Банка России (35.0), и в последние полтора месяца Банк России регулярно вынужден участвовать в валютных торгах, приобретая доллары США. В результате курс рубля к корзине укрепился до 33.9, а объем интервенций Банка России составил около USD16-18 млрд. По состоянию на 25 марта резервы достигли максимума в этом году – USD448.2 млрд. С учетом текущей конъюнктуры на товарных рынках, покупки валюты со стороны Банка России могут продолжиться и во втором квартале.
- **Избыточная рублевая ликвидность.** В последнее время активная покупка Банком России иностранной валюты стала главной причиной значительного увеличения ликвидности банковской системы. Средний объем остатков средств на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России в первом квартале текущего года составил 1.1 трлн. руб. против 750 млрд руб. в 2009 г. в целом и 870 млрд руб. в четвертом квартале. Как следствие, спрос на инструменты рефинансирования Банка России резко снизился.

Финансовые организации практически полностью погасили наиболее дорогостоящие необеспеченные кредиты, которые Банк России активно предоставлял в начале прошлого года. Данная категория обязательств банков, составлявшая более 1.9 трлн. руб. в марте прошлого года, сократилась до 69 млрд руб. на конец первого квартала этого года (в начале 2010 г. объем задолженности составлял 190 млрд руб.). Ставки *overnight* денежного рынка за январь-март упали до 2.5-3.5%, тогда как ставки по операциям РЕПО с наиболее ликвидными государственными и корпоративными бумагами находятся в районе 3.0-3.5%.

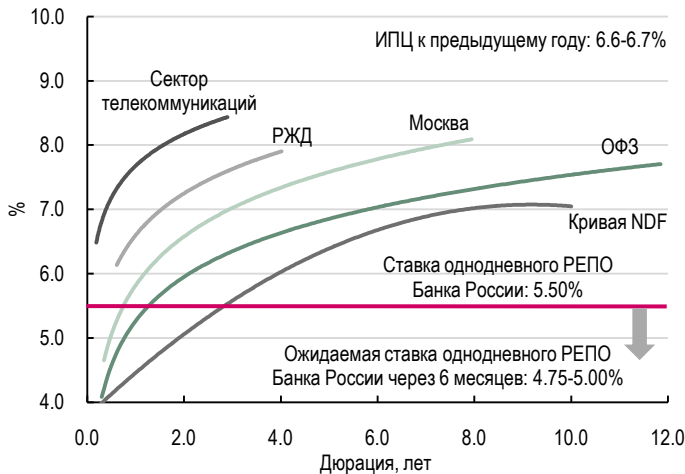
Рисунок 1. Ликвидность банковской системы, млрд руб.



Источник: Банк России

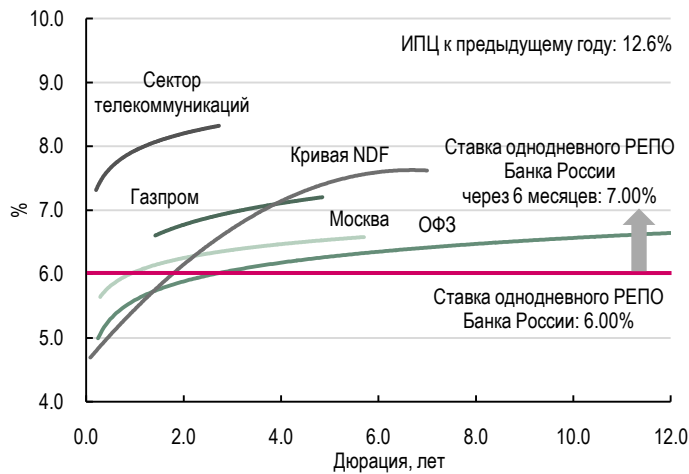
Поскольку доходность рублевых облигаций вплотную приближается к докризисным уровням, усиливается искушение зафиксировать прибыль. Однако все упомянутые выше факторы поддержки внутреннего рынка по-прежнему в силе, и мы считаем, что в ближайшие три-шесть месяцев их влияние сохранится, а значит, любые попытки оказать давление на рынок и вызывать снижение котировок с нынешних высоких уровней вряд ли увенчаются успехом. При оценке перспектив рынка рублевых облигаций мы отталкивались от его характеристик в первом квартале 2008 г, когда доходности установились на сопоставимых с текущими уровнях. На *рис. 2* представлены кривые доходности рублевых обязательств на 30 марта текущего года, а на *рис. 3* – на первое февраля 2008 г. (в тот день Банк России впервые в истории современной России повысил ставку однодневного РЕПО с 6.0% до 6.25%).

Рисунок 2. Доходность рублевых облигаций на 30 марта 2010 г.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 3. Доходность рублевых облигаций на 1 февраля 2008 г.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

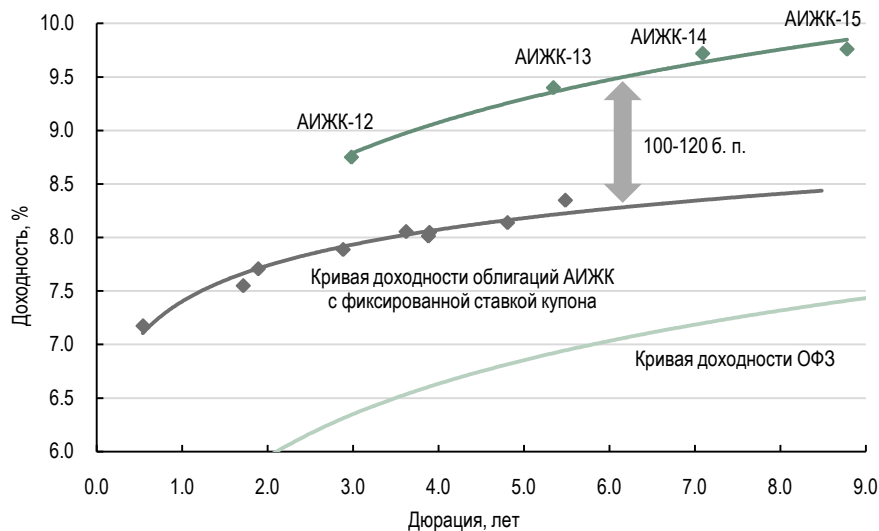
При сопоставлении указанных двух графиков можно сделать следующие наблюдения.

- На данный момент инфляция в годовом исчислении составляет, по нашим оценкам, 6.6-6.7% против 12.6% на первое февраля 2008 г.
- Ставка РЕПО по операциям с Банком России установлена на уровне 5.5%, и мы ожидаем, что она будет снижена еще на 50-75 б. п. в течение трех-шести месяцев. В феврале 2008 г. ставка равнялась 6.0% и была повышена до 7.0% за следующие несколько месяцев.
- Кривая доходности ОФЗ находится примерно на том же уровне, что и почти два года назад. Однако в настоящее время она имеет больший угол наклона – доходность долгосрочных выпусков ОФЗ примерно на 50-70 б. п. превышает докризисный уровень.
- В настоящее время доходность ОФЗ предполагает премию около 30-100 б. п. к ставкам NDF, что радикально отличается от ситуации первой половины 2008 г. Кроме того, текущая премия доходностей ОФЗ к ставкам РЕПО Банка России является существенно более высокой (50-120 б. п. для ОФЗ со сроком обращения более одного года). В феврале 2008 г. только доходность самых длинных выпусков государственных обязательств предполагала небольшую – до 30 б. п. – премию к ставке РЕПО.
- Взаимное расположение кривых доходности ОФЗ, облигаций Москвы, Газпрома, РЖД и эмитентов сектора телекоммуникаций на сегодняшний день мало чем отличается от докризисной ситуации.

Принимая во внимание вышесказанное, мы приходим к следующим выводам.

- При текущих уровнях доходности, весьма низких в абсолютном выражении, рублевые инструменты не представляются слишком дорогими, учитывая уровень инфляции, действующие процентные ставки Банка России и ставки NDF. Более того, в условиях вероятного дальнейшего понижения процентных ставок регулятора с целью стимулирования экономики сужение спредов доходностей рублевых обязательств, как мы полагаем, продолжится.
- По нашему мнению, к середине года доходности ОФЗ и высококачественных облигаций снизятся еще на 100-150 б. п., а наиболее значительным нам представляется потенциал роста стоимости долгосрочных выпусков государственных бумаг.
- В сегменте квазисуверенных облигаций лучшую динамику, по нашему мнению, покажут долговые инструменты АИЖК. Мы в особенности хотели бы привлечь внимание инвесторов к выпускам АИЖК-12, АИЖК-13, АИЖК-14 и АИЖК-15 со ставкой купона, привязанной к ставке рефинансирования Банка России. Мы смоделировали графики купонных платежей применительно к указанным выпускам, допуская постепенное снижение процентных ставок Банка России в ближайшие месяцы. Наши весьма консервативные расчеты показывают, что облигации АИЖК с плавающей ставкой купона предлагают премию до 120 б. п. к инструментам эмитента с фиксированной ставкой.

Рисунок 4. Облигации АИЖК с плавающей ставкой купона покажут опережающую динамику



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 1. Облигации АИЖК с плавающей ставкой купона

Выпуск	Цена, % от номинала	Доходность, %	Дюрация, лет	Объем выпуска, млн руб.	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Купонный период, дней	Премия к ставке рефинансирования Банка России, б. п.
АИЖК-12	105.75	8.75	2.97	7 000	7 000	10.25	182	250
АИЖК -13	106.05	9.4	5.34	7 000	7 000	10.25	182	250
АИЖК -14	106.01	9.72	7.1	7 000	7 000	10.25	182	250
АИЖК -15	106.49	9.76	8.83	7 000	7 000	10.25	182	250

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Подробные характеристики всех рекомендованных нами долговых обязательств представлены в *табл. 2*. Мы обращаем особое внимание на облигации эмитентов горнодобывающей промышленности и металлургии, которые, на наш взгляд, имеют самый большой потенциал роста.

Таблица 2. Наши рекомендации

Долговой инструмент	Цена, % от номинала	Доходность к погашению (оферте), %	Дюрация к погашению (оферте), лет	Объем выпуска, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Дата оферты (по номиналу)	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
<b>Государственные облигации</b>								
ОФЗ 46014	101.45	6.87%	4.37	58 290	8.0%	29 авг. 2018		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 46017	100.50	6.76%	4.80	80 000	7.5%	3 авг. 2016		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 46018	100.60	7.24%	7.42	128 934	8.5%	24 ноя. 2021		BBB/Baa1/BBB
ОФЗ 46020	95.95	7.41%	11.83	116 911	6.9%	6 фев. 2036		BBB/Baa1/BBB
<b>Добывающая промышленность и металлургия</b>								
Евраз-1	100.00	9.34%	1.86	10 000	9.25%	13 мар. 2020	26 мар. 2012	B/B2/B+
Евраз-3	100.00	9.46%	2.68	5 000	9.25%	13 мар. 2020	26 мар. 2013	B/B2/B+
Сибметинвест-1, 2	113.00	10.12%	3.43	20 000	13.5%	10 окт. 2019	20 окт. 2014	B+/-/-
ЧТПЗ БО-1	104.85	13.58%	1.47	5 000	16.5%	4 дек. 2012	8 дек. 2011	-/отозван/-
<b>Нефть и газ</b>								
Башнефть-1, 2, 3	107.60	9.48%	2.33	50 000	12.5%	13 дек. 2016	21 дек. 2012	-/-/-
<b>Банковский сектор</b>								
МДМ Банк БО-1	109.80	8.73%	2.28	5 000	12.75%	29 ноя. 2012		BB-/Ba2/BB-
Петрокоммерц-5	109.99	8.72%	2.33	5 000	12.75%	21 дек. 2014	24 дек. 2012	B+/Ba3/-
Ренессанс Кредит-2	105.02	12.20%	0.48	3 000	22.0%	4 апр. 2012	15 окт. 2010	B-/B3/CCC
«Восточный экспресс» БО-1	102.15	10.29%	0.91	1 000	12.5%	7 мар. 2013	15 мар. 2011	-/B3/-
АИЖК-10	100.85	8.11%	4.80	6 000	8.05%	15 ноя. 2018		BBB/Baa1/-
АИЖК-11	100.59	8.34%	5.47	10 000	8.2%	15 сен. 2020		BBB/Baa1/-
АИЖК-12	104.78	9.07%	2.97	7 000	13.25%	15 дек. 2013		BBB/Baa1/-
АИЖК-13	105.00	9.59%	5.33	7 000	13.25%	15 апр. 2018		BBB/Baa1/-
АИЖК-14	105.10	9.85%	7.08	7 000	13.25%	15 май. 2023		BBB/Baa1/-
АИЖК-15	105.53	8.38%	8.46	7 000	11.0%	15 сен. 2028		BBB/Baa1/-
УралСиб-Лизинг-2	105.05	10.50%	1.21	5 000	14.5%	21 июл. 2011		-/-/-
УралСиб-Лизинг-4	110.00	10.52%	1.60	2 000	16.5%	19 янв. 2012		-/-/-
УралСиб-Лизинг-5	103.25	10.16%	0.78	3 000	14.25%	19 янв. 2012	26 янв. 2011	-/-/-
<b>Химическая промышленность</b>								
Акрон-2	106.05	9.79%	1.39	3 500	14.05%	19 сен. 2013	26 сен. 2011	-/-/В+
Акрон-3	108.82	9.43%	1.86	3 500	13.85%	20 ноя. 2013	25 май. 2012	-/-/В+
<b>Потребительский сектор</b>								
Детский мир – Центр-1	88.87	11.73%	4.10	1 150	8.5%	26 май. 2015		-/-/-
Дикси-Финанс-1	98.01	11.82%	0.94	3 000	9.25%	17 мар. 2011		-/-/-
Магнит Финанс-2	99.78	8.50%	1.87	5 000	8.2%	23 мар. 2012		-/-/-

Источник: ММВБ

# 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 информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих подразделений Ренессанс Капитала.

# Ренессанс Капитал

## Ренессанс Капитал

123317, Москва  
Пресненская набережная, 10  
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

**Начальник отдела макроэкономики  
и анализа долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoiseev@rencap.com

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Милена Иванова-Вентурини  
Армен Гаспарян

**Медиа и ИТ, сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 4350  
Дэвид Фергусон  
DFerguson@rencap.com

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

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
Ирина Елиневская  
Ильдар Давлетшин  
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор  
и сельское хозяйство**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Ульяна Ленвальская

**Телекоммуникации и транспорт**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Михаил Сафин

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

**Макроэкономика и рынок  
долговых обязательств**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoiseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Петр Гришин  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков  
Анастасия Головач  
Антон Никитин  
Илья Жила

**Рынок Средней Азии**  
+ 7 (727) 244 1544  
Милена Иванова-Вентурини  
Татьяна Калачева  
Екатерина Газадзе

**Рынок Украины**  
+ 38 (044) 492 7383  
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 258 7785  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Мичико Фокс  
Марк Портер  
Иван Алешин  
Сергей Туров

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7770 x4001  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Екатерина Лизунова  
Наталья Фадеева

© 2010 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.