

Рынок рублевых облигаций Ищите доход, но не доходность

- Решение ФРС США снизить ключевую процентную ставку американской экономики позитивно скажется на настроениях участников рынка, по крайней мере в краткосрочной перспективе, и в ближайшие дни инвесторы наверняка задумаются о покупках. Однако впасть в эйфорию в связи с вероятным благотворным влиянием решения ФРС на рынок облигаций, на наш взгляд, преждевременно.
- Обязательным условием при выборе облигаций для инвестиционного портфеля, по нашему мнению, должно быть наличие у эмитента кредитного рейтинга на уровне В+, что позволяет рассчитывать на включение инструмента в ломбардный список Банка России.
- Из долговых инструментов первого эшелона мы рекомендуем обратить внимание на выпуски АИЖК-7, АИЖК-8, АИЖК-9, ФСК-3, ФСК-5. Во втором эшелоне интересные инвестиционные возможности предлагают МОЭСК-1, ГАЗ-финанс-1, ТМК-3, ЦентрТелеком-4, ЮТК-5, Седьмой Континент-2.
- Переоценка кредитных рисков в сегменте облигаций третьего эшелона, скорее всего, продолжится. Популярная стратегия покупки коротких высокодоходных облигаций с целью переждать период неблагоприятной рыночной конъюнктуры, на наш взгляд, слишком опасна.
- У эмитентов третьего эшелона, оферта по обязательствам которых наступает до конца года, нет простого способа рефинансировать долг. Для подавляющего большинства заемщиков первичный рынок облигаций пока недоступен, и такая ситуация, скорее всего, продлится еще некоторое время. Привлечь рефинансирование под залог облигаций третьего эшелона в ближайшей перспективе также будет крайне сложно. Крупные российские банки начинают сокращать объемы операций РЕПО и повышать дисконты по облигациям (*haircuts*).
- Принимая во внимание сложившиеся условия, логично предположить, что крупные банки будут предоставлять услугу по поддержке эмитентов третьего эшелона при исполнении оферты. По понятным причинам, выяснить заранее, какие эмитенты получат такую помощь, а какие нет, не представляется возможным.
- С нашей точки зрения, вероятность дефолта до конца года для эмитентов третьего эшелона максимальна. Любое негативное кредитное событие в этом сегменте рынка только ускорит переоценку рисков и, следовательно, может повлечь более масштабные продажи.

Решение ФРС США снизить ключевую процентную ставку американской экономики позитивно скажется на настроениях участников рынка, по крайней мере в краткосрочной перспективе, и в ближайшие дни инвесторы наверняка задумаются о покупках.

Однако впасть в эйфорию в связи с вероятным благотворным влиянием решения ФРС на рынок облигаций, на наш взгляд, преждевременно. Если снижение ключевой ставки действительно окажется эффективным и поможет преодолеть глобальный кризис ликвидности, в выигрыше окажутся держатели ликвидных инструментов с приемлемым кредитным качеством. В этом сегменте вероятность сокращения спреда к ОФЗ, по нашему мнению, высока. В то же время, мы считаем, что переоценка кредитных рисков в сегменте облигаций третьего эшелона, скорее всего, продолжится, так как немедленного улучшения ситуации с рефинансированием высокодоходных долговых обязательств не произойдет.

В настоящее время на рынке уже присутствует достаточное количество облигаций эмитентов с хорошим кредитным качеством, которые имеют доходность вплоть до 10% (а для ряда облигаций банков – и выше). Именно эти инструменты имеют максимальные шансы до конца года показать динамику лучше рынка. Если рыночная ситуация станет более благоприятной, эти облигации будут пользоваться самым высоким спросом. В случае же если настроения участников рынка не улучшатся, этот класс инструментов существенно меньше пострадает при отрицательной переоценке (в отличие от облигаций третьего эшелона).

По нашему мнению, обязательным условием при выборе облигаций для инвестиционного портфеля должно быть наличие у эмитента кредитного рейтинга на уровне В+ (по шкале S&P и Fitch) или В1 (по шкале Moody's). Устойчивость имеющим рейтинг инструментам придает возможность получить под их залог гарантированное рефинансирование в Банке России. В напряженной ситуации с ликвидностью облигации, под обеспечение которых нельзя привлечь рефинансирование, будут демонстрировать динамику хуже рынка.

Гарантированно получить рефинансирование в текущих условиях можно только под залог тех инструментов, которые Банк России принимает в качестве обеспечения по операциям прямого РЕПО, т. е. включенных в ломбардный список. В соответствии с указанием Банка России №1482-У «О перечне ценных бумаг, входящих в ломбардный список Банка России», необходимым условием включения в список является наличие у эмитента кредитного рейтинга от одного из международных рейтинговых агентств на уровне не ниже ВВ по классификации Standard & Poor's или Fitch либо Ва2 по классификации Moody's. Напомним также, что седьмого сентября Банк России объявил о смягчении критерия об уровне кредитного рейтинга на две ступени. Новые требования вступят в силу с начала октября (перечень инструментов с кредитными рейтингами В+/В1 и выше представлен в *табл. 3*).

Наиболее интересными инвестиционными возможностями в текущих условиях, на наш взгляд, являются:

- В первом эшелоне: АИЖК-7, АИЖК-8, АИЖК-9, ФСК-3, ФСК-5;
- Во втором эшелоне: МОЭСК-1, ГАЗ-финанс-1, ТМК-3, ЦентрТелеком-4, ЮТК-5, Седьмой Континент-2
- Среди облигаций банков: РСХБ-3, ТрансКредитБанк-1, ТрансКредитБанк-2, Банк Русский Стандарт-4, Банк Русский Стандарт-5, Банк Русский Стандарт-6.

Стратегия «купить и держать» не работает

Покупка коротких высокодоходных облигаций с целью переждать период неблагоприятной рыночной конъюнктуры до последнего времени была одной из наиболее предпочтительных торговых стратегий для российских участников рынка. В таком подходе инвесторов прельщает возможность получить высокий купонный доход при минимальном, по их мнению, риске отрицательной переоценки портфеля облигаций. Отсутствие ликвидности у этого класса долговых инструментов не пугает участников рынка, так как большинство из них готовы держать облигации до погашения. На наш взгляд, в нынешних условиях эта стратегия сопряжена с повышенным риском, и мы не рекомендуем инвесторам следовать ей. Ниже мы приводим ряд аргументов в обоснование нашего мнения.

- Круг инвесторов в локальные инструменты долгового рынка России значительно сузился (надеемся, что временно). Нерезиденты существенно сократили свои позиции в рублевых выпусках; российские банки, отрезанные от внешнего финансирования, направляют имеющиеся денежные средства в основной бизнес (выдача кредитов); средства в управлении различных инвестиционных фондов также не увеличиваются.
- Переоценка кредитных рисков сейчас в разгаре. Ужесточение стоимостных условий заимствований происходит, наверное, самыми высокими темпами в истории российского рынка облигаций.
- Первичный рынок долговых обязательств пока недоступен для подавляющего большинства заемщиков и, скорее всего, еще некоторое время будет закрыт. Последнее крупное размещение на рынке рублевых облигаций состоялось 26 июля, когда был реализован выпуск УРСА Банк-7 (доходность 8.56%, оферта через 2.5 года). Сейчас облигации УРСА Банка торгуются с доходностью 12.0% – почти на 350 б. п. выше.
- Функционирование первичного рынка облигаций будет восстанавливаться медленными темпами. Если эмитенты с высоким и средним кредитным качеством еще имеют шансы привлечь заимствования на публичном рынке до конца года, предоставив премию в размере 50-150 б. п., то заемщикам, причисляемым к третьему эшелону, возможности для осуществления новых заимствований в форме облигаций может и не представиться.
- Простого способа рефинансировать долг у эмитентов третьего эшелона, оферта по обязательствам которых наступает до конца года, нет. Покупка этих облигаций с целью держать до оферты, на наш взгляд, сопряжена с самым высоким из возможных кредитных рисков.
- Вслед за иностранными кредитными организациями, выступавшими в качестве крупных источников рублевой ликвидности, начинают ужесточать условия рефинансирования и крупные российские банки. Это выражается в общем сокращении объемов операций по рефинансированию, существенном сужении круга инструментов, под обеспечение которых предоставляется фондирование, и резком повышении дисконтов по облигациям (*haircuts*). Таким образом, даже в условиях приемлемого уровня банковской ликвидности осуществлять рефинансирование под залог облигаций третьего эшелона в ближайшее время будет крайне сложно, а по ряду выпусков и невозможно. Следовательно, держатели высокодоходных облигаций в ближайшие дни будут более активно искать возможности для их продажи. Отсутствие же предложений на покупку таких инструментов по относительно адекватным ценам может спровоцировать очень значительное снижение котировок.
- Принимая во внимание сложившиеся условия, логично предположить, что крупные банки будут предоставлять услугу по поддержке эмитентов третьего эшелона при исполнении оферты. По понятным причинам, выяснить заранее, какие эмитенты получают такую помощь, а какие нет, не представляется возможным. Как правило, поддержка заключается в предоставлении необходимого объема средств для исполнения оферты

на короткий срок (три месяца) по очень высокой ставке (до 25-30% годовых). С одной стороны, подобная поддержка позволяет слабым эмитентам осуществить оферту; с другой стороны, финансовое положение заемщика на горизонте 3-6 месяцев становится еще более шатким. Возможность получения финансовой поддержки на период оферты, очевидно, будет доступна лишь ограниченному числу эмитентов третьего эшелона; самые слабые из них вряд ли могут на нее рассчитывать (даты погашений и оферт приведены в *табл. 1 и 2*).

- В настоящее время вероятность дефолта до конца года для эмитентов третьего эшелона максимальна. Любое негативное кредитное событие в этом сегменте рынка только ускорит переоценку рисков и, следовательно, может повлечь более масштабные продажи. На наш взгляд, попытки определить, кто из эмитентов третьего эшелона имеет хорошие шансы получить рефинансирование, а кто нет, подобны ходьбе по минному полю. Скорее всего, у инвестора будет недостаточно информации о положении того или иного эмитента (по сравнению с обслуживающим банком или брокером), и в случае ухудшения рыночной ситуации возможность ошибки очень велика. Кроме того, внутренний долговой рынок России пока еще слишком узок для использования классической стратегии инвестиций в «мусорные» облигации – широкой диверсификации портфеля для компенсации кредитных убытков при небольших размерах позиций в каждом выпуске.

Таблица 1. Оферты по рублевым облигациям до конца 2007 г.

Долговой инструмент	Дата оферты	Объем выпуска, млн. руб.	Кредитный рейтинг S&P/ Moody'/Fitch
Главмосстрой -2	20 сен. 2007	4000.00	- / - / -
Моторостроитель	27 сен. 2007	800.00	- / - / -
Автобан-инвест	25 сен. 2007	250.00	- / - / -
СМАРТС-3	2 окт. 2007	1000.00	- / - / -
СНХЗ	2 окт. 2007	1000.00	- / - / -
Уралвагонзавод-2	3 окт. 2007	3000.00	- / - / -
ЕПК-1	4 окт. 2007	1000.00	- / - / -
МДМ-Банк-3	4 окт. 2007	6000.00	BB/Ba1/BB-
Банк Союз-2	4 окт. 2007	2000.00	B-/B1/ -
Северная казна-1	5 окт. 2007	1000.00	- / - / -
ЮТК-3	9 окт. 2007	3500.00	B-/B1/ -
Волгабурмаш	10 окт. 2007	600.00	- / - / -
Дикая Орхидея	11 окт. 2007	1000.00	- / - / -
Рубин	16 окт. 2007	1200.00	- / - / -
РКС-1	17 окт. 2007	1500.00	- / - / -
АЦБК-Инвест-3	18 окт. 2007	1500.00	- / - / -
Альянс Русский Текстиль-3	23 окт. 2007	1200.00	- / - / -
Синергия	24 окт. 2007	1000.00	- / - / -
Уральский лизинговый центр	24 окт. 2007	1000.00	- / - / -
Жилсоципотеха	25 окт. 2007	600.00	- / - / -
Яковлевский комбинат	26 окт. 2007	1000.00	- / - / -
Банана-Мама	26 окт. 2007	1000.00	- / - / -
Славинвестбанк-2	29 окт. 2007	900.00	- /B1/B-
Автоприбор	31 окт. 2007	500.00	- / - / -
Салаватстекло-2	31 окт. 2007	1200.00	- / - / -
Искитимцемент-2	7 ноя. 2007	500.00	- / - / -
Банк НФК	7 ноя. 2007	1000.00	B-/ - / -
Сорус Капитал	8 ноя. 2007	1200.00	- / - / -
Терна-финанс-2	9 ноя. 2007	1500.00	- / - / -
Центр-инвест	10 ноя. 2007	1500.00	- /B1/ -
ЭйрЮнион	13 ноя. 2007	1500.00	- / - / -
Салаватнефтеоргсинтез-2	13 ноя. 2007	3000.00	- / - / -
Собинбанк	14 ноя. 2007	1047.55	- / - / -
ПТПА-Финанс	14 ноя. 2007	500.00	- / - / -
Банк Зенит-3	14 ноя. 2007	3000.00	- /Ba3/B
Балтимор-Нева-3	15 ноя. 2007	800.00	- / - / -
Атлант-М-1	15 ноя. 2007	1000.00	- / - / -
Монетка-Финанс	15 ноя. 2007	1000.00	- / - / -
Московский залоговый банк	16 ноя. 2007	800.00	- / - / -
Газбанк	20 ноя. 2007	750.00	- /B2/ -
Татфондбанк-3	20 ноя. 2007	1500.00	- /B2/ -
ЛУКОЙЛ-2	20 ноя. 2007	6000.00	BBB-/Baa2/BBB-
Сибирская аграрная группа	21 ноя. 2007	400.00	- / - / -
М.ВИДЕО	21 ноя. 2007	2000.00	- / - / -
КАА Домодедово-2	22 ноя. 2007	3000.00	B-/ - / -
Востокцемент	22 ноя. 2007	800.00	- / - / -
Роствертол	27 ноя. 2007	800.00	- / - / -
ГУП ФЖС РБ	27 ноя. 2007	500.00	- / - / -
Газпромбанк-2	28 ноя. 2007	5000.00	BBB-/Baa2/ -
Севкабель-2	4 дек. 2007	1000.00	- / - / -
Белгранкорм-1	4 дек. 2007	700.00	- / - / -
Волшебный край	4 дек. 2007	500.00	- / - / -
Евросеть-2	4 дек. 2007	3000.00	- / - / -
Банк Солидарность	4 дек. 2007	1000.00	- /B3/ -
Москоммерцбанк	5 дек. 2007	1000.00	- / - / -
Мастер-Банк-3	5 дек. 2007	1200.00	- / - / -
Московский кредитный банк-2	6 дек. 2007	1000.00	- /B1/B-
Марта-Финанс-2	7 дек. 2007	1000.00	- / - / -
ОЗНА-1	11 дек. 2007	500.00	- / - / -
Алькор и Ко	11 дек. 2007	1500.00	- / - / -
Самарский резервуарный завод	13 дек. 2007	600.00	- / - / -
Белый фрегат	13 дек. 2007	1000.00	- / - / -
Терна-финанс-1	18 дек. 2007	500.00	- / - / -
КИТ Финанс	18 дек. 2007	2000.00	CCC+/ - / -
Натур Продукт-2	18 дек. 2007	1000.00	- / - / -

Долговой инструмент	Дата oferty	Объем выпуска, млн. руб.	Кредитный рейтинг S&P/ Moody/Fitch
НОМОС-Банк-7	18 дек. 2007	3000.00	-/Ba3/B+
АРУГ	19 дек. 2007	500.00	-/-/-
АиФ – МедиаПресса	19 дек. 2007	1500.00	-/-/-
МОИА-2	19 дек. 2007	3000.00	-/Ba2/-
ЖК-финанс	20 дек. 2007	1000.00	-/-/-
Инмарко	21 дек. 2007	1000.00	-/-/-
Банк жилищного финансирования	21 дек. 2007	500.00	-/-/CCC+
Волжская текстильная компания	21 дек. 2007	1000.00	-/-/-
Еврокоммерц	21 дек. 2007	1000.00	-/B2/-
Бразерс и Компания	21 дек. 2007	500.00	-/-/-
Карат-2	25 дек. 2007	500.00	-/-/-
ВМУ-Финанс	25 дек. 2007	1500.00	-/-/-
Экспобанк	25 дек. 2007	1000.00	-/B3/-

Источник: ММВБ

Таблица 2. Погашение рублевых облигаций до конца 2007 г.

Долговой инструмент	Дата погашения	Объем выпуска, млн. руб.	Кредитный рейтинг S&P/ Moody/Fitch
Пересвет-Инвест-1	2 окт. 2007	200.00	-/-/-
Омела Холдинг	3 окт. 2007	50.00	-/-/-
Северо-Западный Телеком-2	3 окт. 2007	1500.00	BB-/-/B+
КБ КЕДР-1	5 окт. 2007	450.00	-/B2/-
Севкабель	6 окт. 2007	500.00	-/-/-
Газпром-5	9 окт. 2007	5000.00	BBB/A3/BBB-
ПЭФ Союз	9 окт. 2007	300.00	-/-/-
Томская область-3	13 окт. 2007	600.00	-/-/-
Камская долина-2	17 окт. 2007	200.00	-/-/-
Кабардино-Балкария	20 окт. 2007	500.00	-/-/-
Москва-40	26 окт. 2007	5000.00	BBB+/Baa1/BBB+
Уралсвязьинформ-4	1 ноя. 2007	3000.00	BB-/-/B+
Промсвязьбанк-4	1 ноя. 2007	600.00	B+/Ba3/B+
ХК Амтел-1	15 ноя. 2007	1200.00	-/-/-
Банк Спурт-1	15 ноя. 2007	500.00	-/-/B-
Балтика-1	20 ноя. 2007	1000.00	-/-/-
Мечел	22 ноя. 2007	2000.00	-/-/-
Свободный сокол-2	22 ноя. 2007	600.00	-/-/-
Инком-Лада-1	22 ноя. 2007	700.00	-/-/-
Томск-1	22 ноя. 2007	300.00	-/-/-
МаирИнвест-2	27 ноя. 2007	1000.00	-/-/-
Новосибирская область-2	29 ноя. 2007	2000.00	-/-/BB-
Тулачермет-2	2 дек. 2007	1000.00	-/-/-
РЖД-2	5 дек. 2007	4000.00	BBB+/A3/BBB+
Итера	7 дек. 2007	2000.00	-/-/-
Воронежская область-1	15 дек. 2007	600.00	-/-/-
Мясная корпорация Евросервис-1	18 дек. 2007	1500.00	-/-/-
ФСК-1	18 дек. 2007	5000.00	BB+/Baa2/-
Калужская область-1	24 дек. 2007	300.00	-/-/-
Республика Коми-5	24 дек. 2007	500.00	-/Ba2/BB-
Салют-Энергия	25 дек. 2007	3000.00	-/-/-
МИР-Финанс-1	27 дек. 2007	1000.00	-/-/-
Спартак-Казань	23 янв. 2008	500.00	-/-/-
НЛК	31 янв. 2008	500.00	-/-/-
Тат-Инк-Финанс	6 фев. 2008	500.00	-/-/-
Элемтэ-1	8 фев. 2008	200.00	-/-/-
Домо-Финанс	14 фев. 2008	1000.00	-/-/-

Источник: ММВБ

Таблица 3. Рублевые облигации с рейтингом эмитента В+/В1 и выше

Долговой инструмент	Кредитный рейтинг S&P/ Moody'/Fitch	Дата оферты	Дата		Объем выпуска, млн руб.
			погашения		
АБН АМРО 10	AA-/Aa1/AA	н/д	29 мар. 2010		2500.00
Абсолют Банк-2	-/Baa3/A-	н/д	30 июн. 2008		1000.00
АК БАРС-2	-/Ba2/BB-	н/д	22 янв. 2009		1500.00
Банк Возрождение	-/Ba3/-	н/д	3 мар. 2010		3000.00
Банк Зенит-2	-/Ba3/B	н/д	16 фев. 2009		2000.00
Банк Зенит-3	-/Ba3/B	14 ноя. 2007	9 ноя. 2011		3000.00
Банк Зенит-4	-/Ba3/B	4 апр. 2008	6 апр. 2010		3000.00
Банк Москвы 09	-/A3/BBB	н/д	25 ноя. 2009		5000.00
Банк Ренессанс Капитал	В-/В1/В-	2 сен. 2008	2 мар. 2010		2000.00
Банк Ренессанс Капитал 08 (CLN)	В-/В1/В-	н/д	12 май. 2008		2660.00
Банк Русский Стандарт-1	BB+/Baa2/-	н/д	2 дек. 2008		1500.00
Банк Русский Стандарт-4	BB-/Ba2/BB	н/д	3 мар. 2008		3000.00
Банк Русский Стандарт-5	BB-/Ba2/BB	11 сен. 2008	9 сен. 2010		5000.00
Банк Русский Стандарт-6	BB-/Ba2/BB	11 фев. 2009	9 фев. 2011		6000.00
Банк Русский Стандарт-7	BB-/Ba2/BB	25 мар. 2008	20 сен. 2011		5000.00
Банк Русский Стандарт-8	BB-/Ba2/BB	17 окт. 2008	13 апр. 2012		5000.00
Банк Санкт-Петербург	-/Ba3/-	19 июн. 2008	22 июн. 2009		1000.00
Банк Союз-1	В-/В1/-	н/д	24 апр. 2008		1000.00
Банк Союз-2	В-/В1/-	4 окт. 2007	5 окт. 2009		2000.00
Башкирия-5	BB/Ba1/-	н/д	4 ноя. 2009		1000.00
ВБД-2	BB-/Ba3/-	н/д	15 дек. 2010		3000.00
ВБРР	-/Baa3/-	н/д	11 окт. 2009		575.00
Волга Телеком-2	BB-/В-/-	2 дек. 2008	30 ноя. 2010		3000.00
Волга Телеком-3	BB-/В-/-	н/д	30 ноя. 2010		2300.00
Волга Телеком-4	BB-/В-/-	8 сен. 2009	3 сен. 2013		3000.00
Волгоградская область-2	В+/-/-	н/д	11 июн. 2009		600.00
Волгоградская область-3	В+/-/-	н/д	17 июн. 2010		700.00
Волгоградская область-4	В+/-/-	н/д	19 май. 2010		550.00
ВТБ 09	BBB/A2/BBB+	н/д	13 апр. 2009		10000.00
ВТБ-4	BBB+/A2/BBB+	20 мар. 2008	19 мар. 2009		5000.00
ВТБ-5	BBB+/A2/BBB+	24 апр. 2008	17 окт. 2013		15000.00
ВТБ-6	BBB+/A2/BBB+	16 июл. 2008	6 июл. 2016		10000.00
Газпром-4	BBB/A3/BBB-	н/д	10 фев. 2010		5000.00
Газпром-5	BBB/A3/BBB-	н/д	9 окт. 2007		5000.00
Газпром-6	BBB/A3/BBB-	н/д	6 авг. 2009		5000.00
Газпром-7	BBB/A3/BBB-	н/д	29 окт. 2009		5000.00
Газпром-8	BBB/A3/BBB-	н/д	27 окт. 2011		5000.00
Газпром-9	BBB/A3/BBB-	н/д	12 фев. 2014		5000.00
Газпромбанк 10	BBB/A3/-	н/д	22 фев. 2010		10000.00
Газпромбанк-1	BBB-/Baa2/-	н/д	27 янв. 2011		5000.00
Газпромбанк-2	BBB-/Baa2/-	28 ноя. 2007	20 ноя. 2013		5000.00
ГидроОГК-1	-/Baa3/-	н/д	29 июн. 2011		5000.00
ГПБ-Ипотека	-/Baa2/-	н/д	29 дек. 2036		3000.00
Группа ЛСР	-/В1/-	н/д	20 мар. 2008		1000.00
ДельтаКредит-1	-/Baa2/-	н/д	1 дек. 2009		1500.00
ЕБРР 12	AAA/Aaa/AAA	н/д	14 фев. 2012		2000.00
Иркут-3	-/Ba1/-	н/д	16 сен. 2010		3250.00
Иркутская область-3	В+/-/-	н/д	17 дек. 2009		1500.00
Иркутская область-4	В+/-/-	н/д	23 окт. 2008		900.00
Иркутская область-5	В+/-/-	н/д	24 ноя. 2010		3000.00
Иркутская область-6	В+/-/-	н/д	26 май. 2010		1200.00
Карелия-10	В+/-/В+	н/д	14 апр. 2011		500.00
Карелия-9	В+/-/В+	н/д	2 июн. 2010		500.00
КМБ-Банк-2	-/Baa2/-	3 дек. 2008	30 ноя. 2011		3400.00
Кредит Европа Банк	-/Ba1/-	6 авг. 2008	3 фев. 2010		3500.00
Ленинградская область-2	BB-/В+/-	н/д	8 дек. 2010		800.00
Ленинградская область-3	BB-/В+/-	н/д	5 дек. 2014		1300.00
Липецкая область-1	-/-/BB-	н/д	19 сен. 2007		300.00
Липецкая область-2	-/-/BB-	н/д	19 июл. 2011		1500.00
Липецкая область-3	-/-/BB-	н/д	14 окт. 2009		300.00
ЛУКОЙЛ-2	BBB-/Baa2/BBB-	20 ноя. 2007	17 ноя. 2009		6000.00
ЛУКОЙЛ-3	BBB-/Baa2/BBB-	н/д	8 дек. 2011		8000.00
ЛУКОЙЛ-4	BBB-/Baa2/BBB-	н/д	5 дек. 2013		6000.00
МГТС-4	BB-/Ba3/-	23 апр. 2008	22 апр. 2009		1500.00
МГТС-5	BB-/Ba3/-	27 май. 2008	25 май. 2010		1500.00
МДМ-Банк-3	BB/Ba1/BB-	4 окт. 2007	1 окт. 2009		6000.00

Долговой инструмент	Кредитный рейтинг S&P/ Moody'/Fitch	Дата оферты	Дата погашения	Объем выпуска, млн руб.
МегаФон-3	BB/Ba3/BB+	н/д	15 апр. 2008	3000.00
МКБ-2	-/B1/B-	6 дек. 2007	4 июн. 2009	1000.00
МКБ-3	-/B1/B-	17 дек. 2008	16 июн. 2010	2000.00
ММБ-2	BBB-/-/A-	13 фев. 2008	11 фев. 2009	3000.00
МОИА	-/Ba2/-	н/д	21 дек. 2010	1500.00
МОИА-2	-/Ba2/-	19 дек. 2007	7 сен. 2011	3000.00
Москва-29	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	5 июн. 2008	5000.00
Москва-36	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	16 дек. 2008	4000.00
Москва-38	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	26 дек. 2010	5000.00
Москва-39	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	21 июл. 2014	10000.00
Москва-40	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	26 окт. 2007	5000.00
Москва-41	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	30 июл. 2010	10000.00
Москва-43	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	17 май. 2008	5000.00
Москва-44	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	24 июн. 2015	20000.00
Москва-47	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	28 апр. 2009	10000.00
Москва-48	BBB+/Baa1/BBB+	н/д	11 июн. 2022	30000.00
Московская область-4	BB/Ba2/-	н/д	21 апр. 2009	9600.00
Московская область-5	BB/Ba2/-	н/д	30 мар. 2010	12000.00
Московская область-6	BB/Ba2/-	н/д	19 апр. 2011	12000.00
Московская область-7	BB/Ba2/-	н/д	16 апр. 2014	16000.00
Мосэнерго	BB/-/-	15 сен. 2009	13 сен. 2011	5000.00
Мосэнерго-2	BB/-/-	23 фев. 2012	18 фев. 2016	5000.00
Нижегородская область-2	-/-/BB-	н/д	2 ноя. 2008	2500.00
Нижегородская область-3	-/-/BB-	н/д	20 окт. 2011	2000.00
Нижнекамскнефтехим-4	-/-/B+	30 мар. 2009	26 мар. 2012	1500.00
Новосибирская область-2	-/-/BB-	н/д	29 ноя. 2007	2000.00
Новосибирская область-3	-/-/BB-	н/д	15 дек. 2009	2500.00
Новосибирск-3	B+/-/-	н/д	14 июл. 2009	1000.00
Новосибирск-4	B+/-/-	н/д	24 июн. 2010	1500.00
НОМОС-Банк-7	-/Ba3/B+	18 дек. 2007	16 июн. 2009	3000.00
ОГК 5	-/Ba3/-	1 окт. 2009	29 сен. 2011	5000.00
ОФЗ 25057	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	20 янв. 2010	40817.00
ОФЗ 25058	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	30 апр. 2008	40655.07
ОФЗ 25059	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	19 янв. 2011	41000.00
ОФЗ 25060	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	29 апр. 2009	41000.00
ОФЗ 25061	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	5 май. 2010	37926.07
ОФЗ 26177	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	20 ноя. 2008	5.04
ОФЗ 26178	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	20 ноя. 2009	5.04
ОФЗ 26198	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	2 ноя. 2012	42117.40
ОФЗ 26199	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	11 июл. 2012	26883.06
ОФЗ 27026	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	11 мар. 2009	16000.00
ОФЗ 28002	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	12 мар. 2008	8800.00
ОФЗ 28003	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	16 апр. 2008	8800.00
ОФЗ 28004	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	13 май. 2009	8800.00
ОФЗ 28005	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	3 июн. 2009	9027.95
ОФЗ 46001	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	10 сен. 2008	60000.00
ОФЗ 46002	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	8 авг. 2012	62000.00
ОФЗ 46003	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	14 июл. 2010	37297.55
ОФЗ 46005	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	9 янв. 2019	27477.45
ОФЗ 46010	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	17 май. 2028	30000.00
ОФЗ 46011	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	20 авг. 2025	30000.00
ОФЗ 46012	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	5 сен. 2029	40000.00
ОФЗ 46014	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	29 авг. 2018	58289.89
ОФЗ 46017	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	3 авг. 2016	80000.00
ОФЗ 46018	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	24 ноя. 2021	125068.24
ОФЗ 46019	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	20 мар. 2019	26000.00
ОФЗ 46020	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	6 фев. 2036	79056.50
ОФЗ 46021	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	8 авг. 2018	49864.33
ОФЗ 48001	BBB+/Baa2/BBB+	н/д	31 окт. 2018	24099.48
Пензенская область-1	-/-/BB	н/д	13 окт. 2009	800.00
Петрокоммерц-2	B+/Ba3/-	н/д	31 авг. 2009	3000.00
Промсвязьбанк-4	B+/Ba3/B+	н/д	1 ноя. 2007	600.00
Промсвязьбанк-5	B+/Ba3/B+	21 май. 2009	17 май. 2012	4500.00
РАБОБанк 17	AAA/Aaa/-	н/д	6 июн. 2017	2000.00
Республика Коми-5	-/Ba2/BB-	н/д	24 дек. 2007	500.00
Республика Коми-6	-/Ba2/BB-	н/д	14 окт. 2010	700.00
Республика Коми-7	-/Ba2/BB-	н/д	22 ноя. 2013	1000.00

Долговой инструмент	Кредитный рейтинг S&P/ Moody'/Fitch	Дата оферты	Дата погашения	Объем выпуска, млн руб.
Республика Коми-8	-/Ba2/BB-	н/д	3 дек. 2015	1000.00
РЖД 10	BBB+/A3/BBB+	н/д	31 дек. 2010	1030.00
РЖД 12	BBB+/A3/BBB+	н/д	30 июн. 2012	12570.00
РЖД-2	BBB+/A3/BBB+	н/д	5 дек. 2007	4000.00
РЖД-3	BBB+/A3/BBB+	н/д	2 дек. 2009	4000.00
РЖД-5	BBB+/A3/BBB+	н/д	22 янв. 2009	10000.00
РЖД-6	BBB+/A3/BBB+	н/д	10 ноя. 2010	10000.00
РЖД-7	BBB+/A3/BBB+	н/д	7 ноя. 2012	5000.00
Росбанк 09	BB-/Ba2/BB-	н/д	30 сен. 2009	7000.00
Росбанк-1	BB-/Ba2/BB-	н/д	15 фев. 2009	3000.00
РСХБ-1	-/Baa2/BBB+	н/д	4 июн. 2008	3000.00
РСХБ-2	-/Baa2/BBB+	н/д	16 фев. 2011	7000.00
РСХБ-3	-/Baa2/BBB+	18 фев. 2010	9 фев. 2017	10000.00
Русфинанс Банк-2	BB+/Baa2/-	н/д	2 дек. 2008	1500.00
Русфинанс Банк-3	BB+/Baa2/-	н/д	13 май. 2009	4000.00
Русфинанс Банк-4	BB+/Baa2/-	н/д	12 фев. 2010	4000.00
Самарская область-2	BB/Ba1/-	н/д	9 сен. 2010	2000.00
Самарская область-3	BB/Ba1/-	н/д	11 авг. 2011	4500.00
Самарская область-4	BB/Ba1/-	н/д	20 июн. 2012	5000.00
Северо-Западный Телеком-2	BB-/B+	н/д	3 окт. 2007	1500.00
Северо-Западный Телеком-3	BB-/B+	28 фев. 2008	24 фев. 2011	3000.00
Северо-Западный Телеком-4	BB-/B+	н/д	8 дек. 2011	2000.00
Сибирьтелеком-5	-/B+	н/д	25 апр. 2008	3000.00
Сибирьтелеком-6	-/B+	18 сен. 2008	16 сен. 2010	2000.00
Сибирьтелеком-7	-/B+	н/д	20 май. 2009	2000.00
СИБУР	-/Ba2/BB	5 ноя. 2009	1 ноя. 2012	1500.00
Славинвестбанк-2	-/B1/B-	29 окт. 2007	27 окт. 2008	900.00
ТМК-2	BB-/Ba3/-	н/д	24 мар. 2009	3000.00
ТМК-3	BB-/Ba3/-	19 фев. 2008	15 фев. 2011	5000.00
ТрансКредитБанк-1	BB/Ba3/-	н/д	15 июн. 2010	3000.00
ТрансКредитБанк-2	BB/Ba3/-	16 июн. 2009	12 июн. 2012	3000.00
Уралсвязьинформ-4	BB-/B+	н/д	1 ноя. 2007	3000.00
Уралсвязьинформ-5	BB-/B+	н/д	17 апр. 2008	2000.00
Уралсвязьинформ-6	BB-/B+	20 ноя. 2008	17 ноя. 2011	2000.00
Уралсвязьинформ-7	BB-/B+	17 мар. 2009	13 мар. 2012	3000.00
УРСА Банк 10 (9.125%)	-/Ba1/B	н/д	26 фев. 2010	5000.00
УРСА Банк-2	-/Ba3/B	н/д	12 дек. 2008	1500.00
УРСА Банк-3	-/Ba3/B	н/д	4 июн. 2009	3000.00
УРСА Банк-5	-/Ba3/B	н/д	18 окт. 2011	3000.00
УРСА Банк-6	-/Ba3/B	н/д	24 апр. 2008	1500.00
УРСА Банк-7	-/Ba3/B	21 янв. 2010	19 июл. 2012	5000.00
Уфа-4	B+/-/-	н/д	3 июн. 2008	500.00
Уфа-5	B+/-/-	н/д	18 дек. 2009	500.00
ФСК-1	BB+/Baa2/-	н/д	18 дек. 2007	5000.00
ФСК-2	BB+/Baa2/-	н/д	22 июн. 2010	7000.00
ФСК-3	BB+/Baa2/-	н/д	12 дек. 2008	7000.00
ФСК-4	BB+/Baa2/-	н/д	6 окт. 2011	6000.00
ФСК-5	BB+/Baa2/-	н/д	1 дек. 2009	5000.00
ХКФ Банк-2	B+/Ba3/-	12 май. 2009	11 май. 2010	3000.00
ХКФ Банк-3	B+/Ba3/-	18 сен. 2008	16 сен. 2010	3000.00
ХКФ Банк-4	B+/Ba3/-	15 окт. 2008	12 окт. 2011	3000.00
ХМАО-2	BBB-/B-	н/д	27 май. 2008	3000.00
Центр-Инвест	-/B1/-	10 ноя. 2007	11 ноя. 2009	1500.00
Центр Телеком-4	B+/-/B-	н/д	21 авг. 2009	5622.60
Центр Телеком-5	B+/-/B-	2 сен. 2008	30 авг. 2011	3000.00
Чувашия-4	-/Ba2/-	н/д	27 мар. 2009	750.00
Чувашия-5	-/Ba2/-	н/д	5 июн. 2011	1000.00
Чувашия-6	-/Ba2/-	н/д	17 апр. 2012	1000.00
ЮТК-3	B-/B1/-	9 окт. 2007	10 окт. 2009	3500.00
ЮТК-4	B-/B1/-	н/д	9 дек. 2009	5000.00
Якутия	B+/-/B+	н/д	11 апр. 2013	2500.00
Якутия-10	B+/-/B+	н/д	17 июн. 2008	800.00
Якутия-6	B+/-/B+	н/д	13 май. 2010	2000.00
Якутия-7	B+/-/B+	н/д	17 апр. 2014	2500.00
ЯНАО	BB+/-/-	н/д	3 авг. 2008	1800.00

Источник: ММББ

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 (собираетельно «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

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Заместитель начальника отдела анализа акций

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

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
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев
Виктор Дима

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Oванес Оганисян

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электрэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Дэвид Фергусон
Тибор Бокор
Иван Ким

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова
Владислав Носик

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Расконов
Наргиз Садыхова

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 Сомервиль
Трэвис Джонс

© 2007 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