

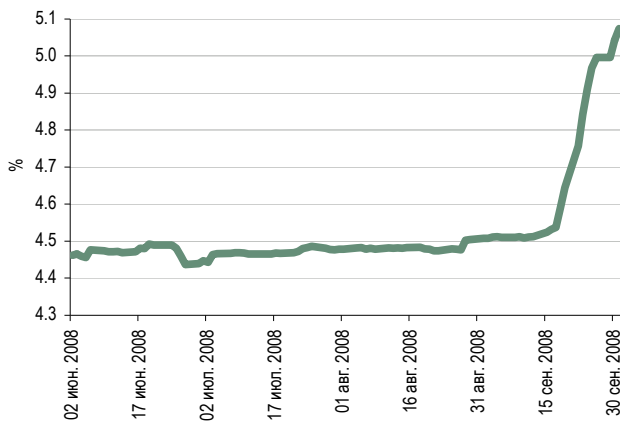
## Инвестиционные идеи В разгар финансового кризиса

- Стремительное развитие глобального финансового кризиса заставило большинство инвесторов на мировых рынках работать в режиме максимальной осторожности, и в настоящий момент ликвидность является абсолютным приоритетом.
- Лишь небольшая часть участников рынка может позволить себе осуществлять покупки акций и облигаций на текущих достаточно привлекательных ценовых уровнях.
- Отдельные сегменты глобальных рынков акций и облигаций могут быть в большей степени защищены регуляторами и поэтому менее подвержены негативному влиянию следующих серий нового блокбастера «Глобальный финансовый кризис».
- На наш взгляд, последние меры, принятые российскими монетарными властями для поддержки российской финансовой системы, создали хорошие предпосылки для того, чтобы финансовый рынок России (по крайней мере, некоторые его сегменты) мог рассматриваться инвесторами как относительно тихая гавань в текущих нестабильных условиях.
- Последняя волна серьезных продаж на развивающихся рынках повлекла за собой беспрецедентный рост доходностей долговых инструментов. В большинстве случаев высокие доходности связаны с проблемами ликвидности, с которыми столкнулись держатели облигаций, и не указывают на низкое кредитное качество эмитентов.
- Мы рекомендуем участникам рынка, располагающим свободными денежными средствами, рассмотреть инвестиционные возможности в сегменте краткосрочных еврооблигаций российских эмитентов.
- Наш выбор в сегменте корпоративных еврооблигаций – Норильский никель 09 и ТМК 09.
- В сегменте еврооблигаций финансовых институтов мы рекомендуем придерживаться консервативной стратегии, выбирая более короткие выпуски подконтрольных государству банков.
- Мы рекомендуем продавать защиту от рисков ВТБ, рассчитывая на сужение однолетнего CDS минимум на 150-200 б. п. с текущих 750 б. п.
- Занятие нехеджированных длинных позиций в длинных качественных корпоративных бумагах или инструментах финансового сектора представляется нам небесспорной стратегией в текущих условиях из-за растущих процентных рисков. На наш взгляд, предпочтительнее было бы хеджировать риски, открывая соответствующие короткие позиции в КО США.

# Ликвидность превыше всего

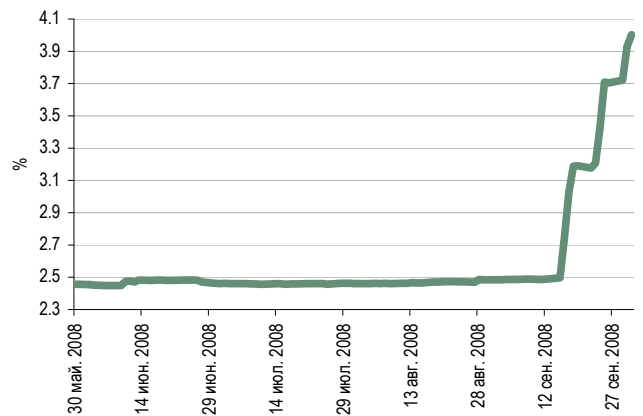
Стремительное развитие глобального финансового кризиса заставило большинство инвесторов на мировых рынках работать в режиме максимальной осторожности, и в настоящий момент ликвидность является абсолютным приоритетом. Доверие к межбанковскому денежному рынку практически полностью исчезло, что делает межбанковское кредитование посредством аукционов РЕПО почти невозможным. Таким образом, волна продаж, распространившаяся в последнее время на внешние и внутренние рынки акций и облигаций, может считаться естественным, хотя и крайне болезненным последствием наиболее серьезного кризиса ликвидности за последние несколько лет. Многие инвесторы вынуждены оставаться в неликвидных активах, надеясь избавиться от них на любых ценовых уровнях, чтобы получить свежую ликвидность. Лишь небольшая часть участников рынка может позволить себе осуществлять покупки акций и облигаций по достаточно выгодным ценам. Однако есть ли гарантия, что котировки не станут еще более привлекательными через некоторое время?

Рисунок 1. Месячная ставка LIBOR в евро



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Месячная ставка LIBOR в долларах США



Источник: Bloomberg

## Существует ли тихая гавань?

На этот вопрос сложно дать однозначный ответ, поскольку риски еще большего ухудшения ситуации на мировых рынках акций и облигаций могут быть в большей степени защищены регуляторами и поэтому менее подвержены негативному влиянию следующих серий нового блокбастера «Глобальный финансовый кризис». На наш взгляд, последние меры, принятые российскими монетарными властями для поддержки российской финансовой системы, создали хорошие предпосылки для того, чтобы финансовый рынок России (по крайней мере, некоторые его сегменты) мог рассматриваться инвесторами как относительно тихая гавань в текущих нестабильных условиях. Наши комментарии о мерах, принятых Банком России и Министерством финансов РФ, более подробно представлены в наших последних публикациях («Банк России и Минфин принимают меры» от 18 сентября, «Дополнительные меры по поддержке финансовой системы» от 18 сентября, «Премьер-министр объявляет о дополнительных стабилизирующих мерах» от 29 сентября). Вместе с тем, мы полагаем, что одно из действий государственных органов заслуживает особого внимания потенциальных инвесторов, работающих на российском рынке еврооблигаций, поскольку оно создает интересные инвестиционные возможности с незначительным риском снижения котировок в сегменте краткосрочных корпоративных и банковских еврооблигаций.

### **Резкое снижение краткосрочных рисков рефинансирования по обязательствам российских корпоративных и банковских заемщиков перед иностранными кредиторами**

Согласно плану правительства, Банк России разместит USD50 млрд на депозитах во Внешэкономбанке (ВЭБ) для замещения иностранного фондирования предприятий, которые испытывают затруднения при рефинансировании своей внешней задолженности. Соответствующий законопроект уже подготовлен, и его принятие ожидается на днях. Из этих средств ВЭБ будет предоставлять кредиты российским корпорациям и банкам для рефинансирования внешних обязательств. Планируется определить минимальный уровень ставки, ниже которой кредиты Внешэкономбанком предоставляться не будут. Текущим проектом разрабатываемого закона предусматривается минимальная ставка на уровне LIBOR+5%. Насколько мы понимаем, остальные критерии для принятия решений о выдаче кредитов банкам ВЭБ будет устанавливать самостоятельно. Сумма, направляемая в ВЭБ для предоставления кредитов в целях рефинансирования, покрывает долг, который привлечен из «оптовых» источников (синдицированные кредиты и еврооблигации) и погашение которого наступает в четвертом квартале 2008 г. и в 2009 г., более чем на 80% для заемщиков как в корпоративном, так и в финансовом секторе. Данная мера является беспрецедентным шагом со стороны российских властей в целях оказания поддержки экономике и, в частности, финансовой системе.

### **Неоправданные продажи**

Готовность российских монетарных властей заменить потребности во внешнем фондировании финансированием из источников на внутреннем рынке сокращает краткосрочные риски рефинансирования для российских корпоративных и банковских заемщиков перед иностранными кредиторами. Таким образом, мы рекомендуем участникам рынка, располагающим свободными денежными средствами, рассмотреть инвестиционные возможности в сегменте краткосрочных еврооблигаций российских эмитентов. Последняя волна серьезных продаж на развивающихся рынках повлекла за собой беспрецедентный рост доходностей долговых инструментов. С 15 сентября доходности облигаций, номинированных в долларах, повысились на 400-1000 б. п. По нашему мнению, в большинстве случаев высокие доходности связаны с проблемами ликвидности, с которыми столкнулись держатели облигаций, и не указывают на низкое кредитное качество эмитентов.

Таблица 1. Российские негосударственные облигации со сроком погашения в 2008-2009 гг.

Долговой инструмент	Доходность спроса, %	Доходность предложения, %	Цена спроса, %	Цена предложения, %	Дюрация, лет	Индикативные объемы покупки/продажи, USD млн	Объем в свободном обращении, USD	Валюта	Дата выпуска	Дата погашения	Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)
<b>Банковские</b>											
Абсолют Банк 09	42.5	7.27	86.00	100.72	0.49	0.5 x 0.5	200	USD	4.04.06	7.04.09	-- /Baa3/A-
Альфа-Банк 09	19.1	16.68	90.00	92.00	0.96	0.5 x 0.5	400	USD	10.10.06	10.10.09	BB/Ba1/BB
Банк Москвы 09	15.7	12.51	93.27	95.97	0.97	0.5 x 0.5	250	USD	28.09.04	28.09.09	-- /Baa1/BBB
Банк «Санкт-Петербург» 09	20.9	13.38	88.92	96.00	1.09	0.5 x 0.5	125	USD	22.11.06	25.11.09	-- /Ba3/B
Банк Зенит 09	19.7	15.08	90.00	94.00	1.00	0.5 x 0.5	200	USD	27.10.06	27.10.09	-- /Ba3/B+
БИН Банк 09	16.5	12.93	96.00	98.00	0.61	x 0.1	200	USD	15.05.06	18.05.09	B/ -- /B-
Газпромбанк 08	29.27	7.03	98.50	100.00	0.08	0.5 x 0.5	1050	USD	30.10.03	30.10.08	BBB-/Baa1/ --
МБРР 09	16.1	15.88	94.5	95.00	0.73	x 0.5	100	USD	29.06.06	29.06.09	-- /B1/B+
НОМОС-Банк 09	21.9	14.67	92.66	96.41	0.59	0.5 x 0.5	150	USD	12.05.06	12.05.09	-- /Ba3/B+
Петрокоммерц 09 (8%)	24.1	15.04	93.12	96.87	0.48	0.5 x 0.5	225	USD	23.03.06	27.03.09	B+/Ba3/ --
Петрокоммерц 09 (8.75%)	21.9	17.89	86.73	90.48	1.14	0.5 x 0.5	425	USD	14.12.06	17.12.09	B+/Ba3/ --
Росбанк 09	19.4	11.97	94.74	98.74	0.59	0.5 x 0.5	86	USD	3.11.04	24.09.09	BB+/Baa3/A-
Русский Стандарт 09	15.7	10.69	92.65	96.65	0.95	0.5 x 0.5	400	EUR	15.09.06	16.09.09	BB-/Ba2/BB-
Славинвест 09	16.0	12.83	93.50	96.75	1.14	0.2 x 0.2	100	USD	21.12.06	21.12.09	-- /B1/B+
УРСА Банк 09	21.2	14.02	93.43	97.18	0.59	0.5 x 0.5	351	USD	12.05.06	12.05.09	-- /Ba3/B+
ВТБ 08	12.6	4.34	98.94	100.44	0.19	0.5 x 0.5	550	USD	11.12.03	11.12.08	BBB+/Baa1/BBB+
Ренессанс 09	28.0	18.46	82.58	90.58	1.06	0.5 x 0.5	250	USD	17.11.06	17.11.09	BB-/ -- /BB-
Траст ИБ 09	62.0	41.77	64.58	75.48	0.93		150	USD	3.10.06	5.10.09	-- /B1/ --
<b>Корпоративные</b>											
Evraz 09	14.4	11.03	97.50	100.00	0.81	0.5 x 0.5	300	USD	3.08.04	3.08.09	BB-/Ba2/BB
ММК 08	14.3	7.73	99.63	100.00	0.05	0.5 x 0.5	300	USD	21.10.03	21.10.08	BB/Ba2/BB
Норильский никель 09	13.6	12.40	94.50	95.50	0.97	0.5 x 0.5	500	USD	30.09.04	30.09.09	BBB-/Baa2/BBB-
Северсталь 09	19.3	8.55	96.00	100.00	0.39	0.5 x 0.5	325	USD	24.02.04	24.02.09	BB/Ba2/BB-
ТМК 09	19.3	16.22	90.74	93.24	0.97	0.5 x 0.5	300	USD	28.09.06	29.09.09	BB-/Ba3/ --
Газпром 09	11.3	7.45	99.25	103.00	0.98	0.5 x 0.5	700	USD	21.10.02	21.10.09	BBB/A3/BBB
Газпромнефть 09	10.7	8.90	99.94	100.44	0.28	0.5 x 0.5	500	USD	15.01.03	15.01.09	BBB-/Ba2/ --
МегаФон 09	13.4	10.73	94.25	97.00	1.13	0.5 x 1.0	375	USD	2.12.04	10.12.09	BB+/Ba2/BB+
ВымпелКом 09	14.0	10.05	97.50	100.00	0.68	0.5 x 0.5	450	USD	16.06.04	16.06.09	BB+/Ba2/ --

Источники: Reuters, Bloomberg

### Наш выбор в сегменте корпоративных еврооблигаций – Норильский никель 09 и ТМК 09

Котировки выпуска Норильский никель 09, имеющего рейтинг инвестиционного уровня, упали на 8 п. п. за последние несколько недель; выпуск облигаций крупнейшего в России производителя труб ТМК 09 потерял в цене более 10 п. п., а его спред к Evraz 09 расширился со 100 б. п. до 500 б. п. Столь значительная премия вряд ли может быть оправдана разницей в кредитном качестве эмитентов. С нашей точки зрения, Норильский никель 09 и ТМК 09 являются наиболее привлекательными возможностями в сегменте корпоративных еврооблигаций.

Рисунок 4 Норильский никель 09 (BBB-/Baa2/BBB-)



Рисунок 5. ТМК 09 (BB-/Ba3/BB-)

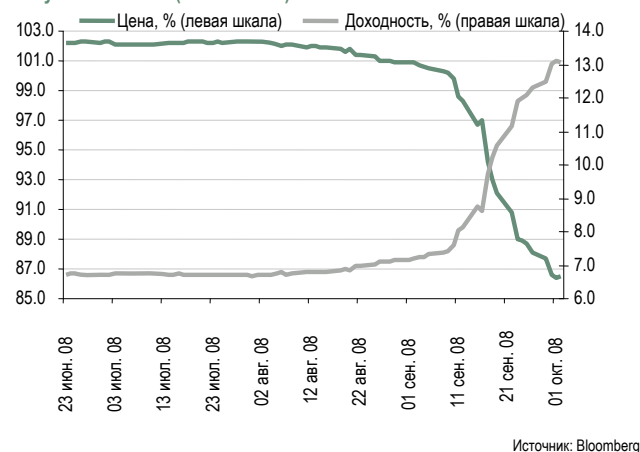
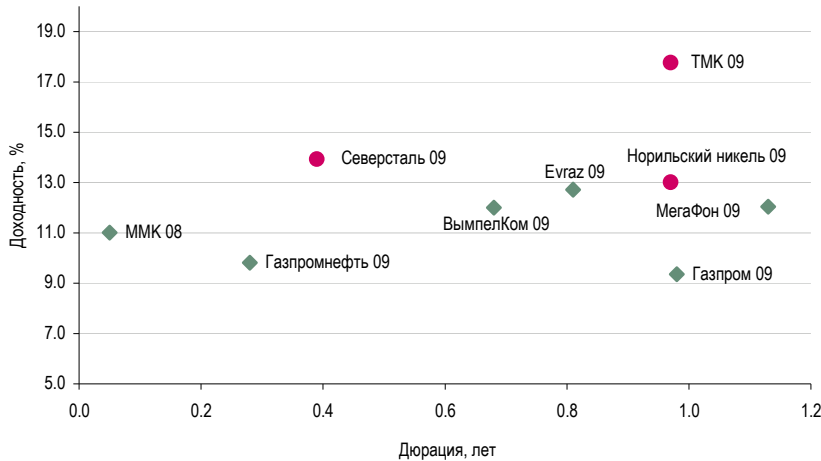


Рисунок 6. Краткосрочные корпоративные еврооблигации

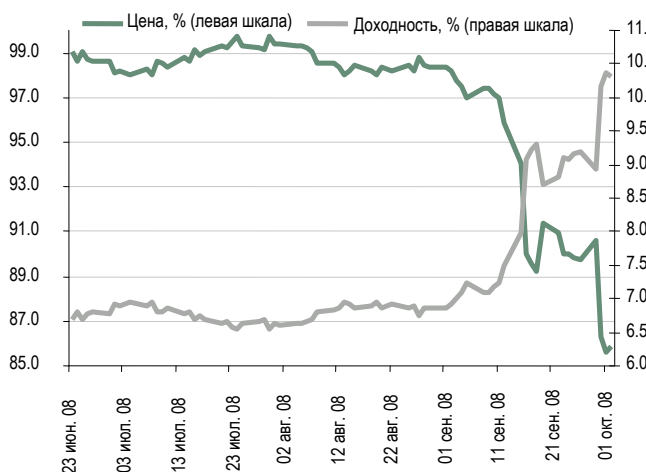


Источник: Bloomberg

### Банковские еврооблигации: фокус на госбанки

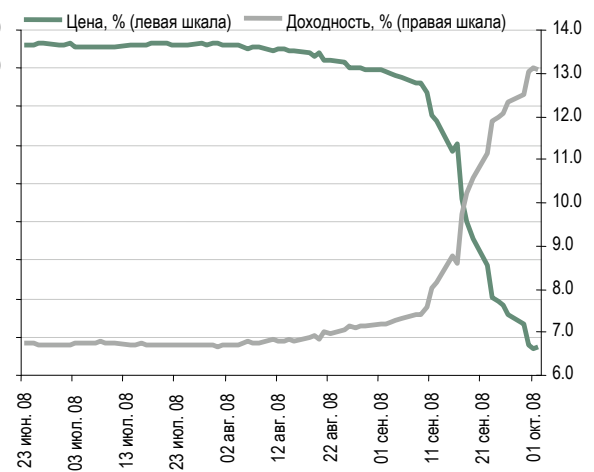
В сегменте еврооблигаций финансовых институтов мы рекомендуем придерживаться консервативной стратегии, выбирая более короткие выпуски подконтрольных государству банков. Взятые вместе Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк представляют собой ядро национальной банковской системы и могут, по всей видимости, рассчитывать на поддержку со стороны государства даже при самом неблагоприятном развитии ситуации. Указанная тройка банков была выбрана правительством в качестве основного проводника ликвидности до малых и средних кредитных организаций, поэтому монетарные власти закачали значительные средства в ключевые банки, чтобы те распределили ресурсы по всей банковской системе. Тем не менее, рынок не обратил внимания на привилегированное положение подконтрольных государству банков, и их еврооблигации подверглись такой же массовой распродаже, как и инструменты других эмитентов в банковском и нефинансовом секторах. Котировки выпусков Сбербанк 13 и ВТБ 11 упали почти на 15 п. п., и доходность еврооблигаций ВТБ 11 недавно превысила 13.0%. Из других инструментов с более короткой дюрацией привлекательной инвестиционной возможностью можно считать выпуски Газпромбанк 08 и Банк Москвы 09.

Рисунок 6. Сбербанк 13 (-/A2/BBB+)



Источник: Bloomberg

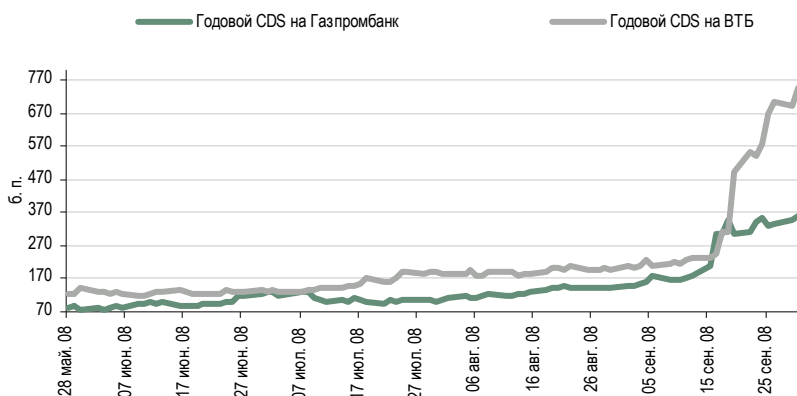
Рисунок 7. ВТБ 11 (BBB+/A2/BBB+)



Источник: Bloomberg

Кроме того, мы считаем, что рынок CDS также предоставляет уникальную возможность сыграть на снижении рисков краткосрочного рефинансирования российских банков. Хуже рынка была, в частности, динамика ВТБ: всего за две последние недели стоимость «защиты» от годового риска дефолта эмитента выросла почти на 500 б. п. В настоящее время годовая CDS на риск ВТБ более чем на 300 б. п. превышает аналогичный CDS на риск Газпромбанка. Следовательно, мы бы рекомендовали продавать «защиту» от рисков ВТБ, рассчитывая на сужение однолетнего CDS минимум на 150-200 б. п.

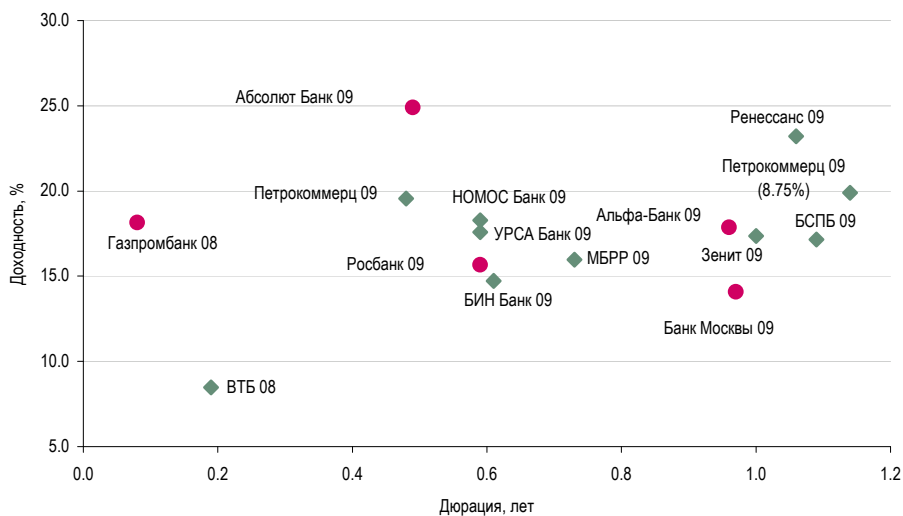
Рисунок 9. Краткосрочные банковские еврооблигации



Источник: Bloomberg

Среди более коротких инструментов частных банков лучшим соотношением кредитного качества и доходности характеризуются, по нашему мнению, выпуски Абсолют Банк 09, Альфа-Банк 09 и Росбанк 09, доходность которых заметно превышает 15.0%.

Рисунок 10. Краткосрочные банковские еврооблигации



Источник: Bloomberg

## Почему не длинные бумаги?

Занятие нехеджированных длинных позиций в длинных качественных корпоративных бумагах (Газпром, ЛУКОЙЛ) или инструментах финансового сектора (ВТБ) представляется нам небесспорной стратегией в текущих условиях. Согласимся, что после падения котировок до невообразимо низких значений кредитные спрэды в длинном сегменте кривой должны вызывать интерес инвесторов; однако не следует недооценивать риски изменения процентных ставок. ФРС США прилагает максимум усилий, чтобы поддержать финансовую систему страны; накануне антикризисный «план Полсона» успешно прошел голосование в американском сенате. Окончательное принятие плана в конечном итоге приведет к значительному увеличению дефицита бюджета США, который, скорее всего, будет финансироваться за счет выпуска долгосрочных казначейских обязательств. В таком случае может существенно вырасти доходность американских государственных бумаг, сокращая потенциальный доход инвесторов в корпоративные долги от роста курсовой стоимости. Следовательно, предпочтительнее было бы хеджировать риски, открывая соответствующие короткие позиции в КО США.

# 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

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

### Рынок акций – Россия

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

### Начальник отдела анализа акций

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

### Рынок акций – Украина

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

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

### Рынок акций – Средняя Азия

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

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

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

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

**Нефть и газ**  
**+ 7 (495) 258 7904**  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
**+ 44 (20) 7367 7741**  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская  
Анна Гальцова

**Потребительский сектор**  
**+ 7 (495) 258 7753**  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Тилсина

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

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

**Транспорт и автомобилестроение**  
**+ 7 (495) 258 7777**  
Пол Роджер  
PRoger@rencap.com  
Ольга Агеева

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

**Электроэнергетика**  
**+ 44 (20) 7367 7793**  
Дерек Уивинг  
DWaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Складя

**Экономика и политика**  
**+ 7 (495) 258 7703**  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Алексей Алехин  
Михаил Матыцин

**Украинский рынок акций, стратегия**  
**+ 38 (044) 492 7394**  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Сергей Петренко  
Константин Головкин  
Александр Хоролец

**Рынок акций Средней Азии,  
стратегия**  
**+ 7 (727) 244 1581**  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова  
Бектас Мукажанов

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
**+ 7 (495) 258 7764**  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
**+ 7 (495) 258 7946**  
Алексей Моисеев  
AMoiseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева  
Милана Романенко

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

**Административная поддержка**  
**+ 7 (495) 725 5216**  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Елена Ломакина

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
**+ 7 (495) 725 5261**  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Лорен Мэнди