

ПОД КРЫЛОМ ГОСУДАРСТВА

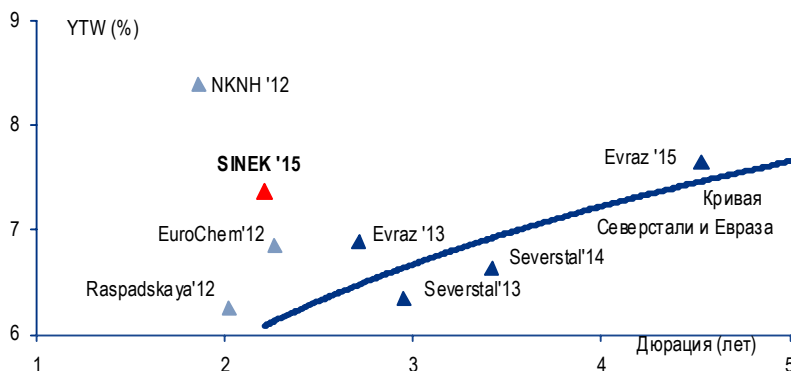
ИДЕИ В БУМАГАХ КОМПАНИЙ С ГОСУЧАСТИЕМ

Изобилие ликвидности – не повод забывать о кредитных рисках. Благодаря изобилию ликвидности (в мировой финансовой системе и на российском рынке), ставшему результатом смягчения денежно-кредитной политики, к настоящему моменту доходности большинства корпоративных облигаций российских эмитентов вернулись к докризисным уровням, а в ряде случаев опустились и ниже. На наш взгляд, уроки кризиса были не в полной мере усвоены рынком и сформировавшиеся сейчас доходности по довольно широкому спектру бумаг (один из примеров – сектор металлургии) недостаточно высоки для компенсации кредитных рисков эмитентов, особенно если учесть возможность нового экономического стресс-сценария. В связи с этим мы советуем инвесторам придерживаться осторожного подхода к оценке кредитных рисков заемщиков. В качестве своего рода защитной стратегии мы рекомендуем обратить внимание на несколько бумаг квазисуверенного статуса, предлагающих весьма привлекательное соотношение риска и доходности. В частности, советуем присмотреться к следующим выпускам: на рынке еврооблигаций – **SINEK'15**, на внутреннем рынке – облигации **ГС Сухого-1** и **Трансконтейнер-1**.

Евробонды SINEK'15 – привлекательная возможность на внешнем рынке. Выпуск **SINEK'15** представляющий, по сути, кредитный риск Татарстана (BB/Ba1/BBB-) и обеспеченный гарантиями республики, выглядит недооцененным относительно своих кредитных рейтингов. В настоящий момент бумага котируется с положительным спредом (около 70 б.п.) к выпуску **EuroChem'12**, у эмитента которого худшая комбинация кредитных рейтингов. При этом до середины 2009 г. спред между данными бумагами был отрицательным или почти нулевым, что представляется нам обоснованным с точки зрения кредитных рисков двух компаний. Облигации СИНЕКа также выглядят дешевыми относительно долговых обязательств металлургических компаний (в частности Северстали и Евраз). В качестве недостатка **SINEK'15** с рыночной точки зрения следует назвать довольно низкую ликвидность выпуска.

SINEK'15 - качественный выбор

Диаграмма доходностей российских еврооблигаций



* Все котировки на 10 марта 2010 г.
Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

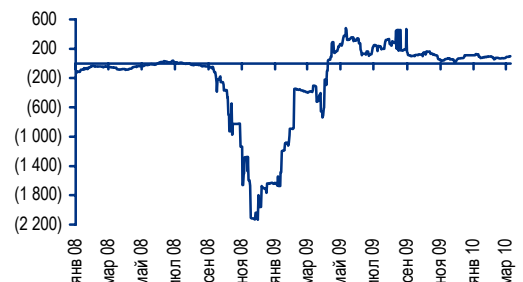
Облигации, рекомендуемые к покупке

Выпуск	Рейтинг (S/M/F)	Валюта	Объем	Дюрация (лет)	Доход-сть YTW, %
SINEK'15	NR/Ba1/BBB-	US\$	250 млн	2,2	7,4
ГС Сухого-1	NR/NR/BB	RUB	5 млрд	0,5	9,4
Трансконтейнер-1	NR/Ba2/BB+	RUB	3 млрд	2,7	8,5

Источники: ММВБ, Bloomberg, УРАЛСИБ Кэпитал

SINEK'15 недооценен

Спред SINEK'15 - EuroChem'12



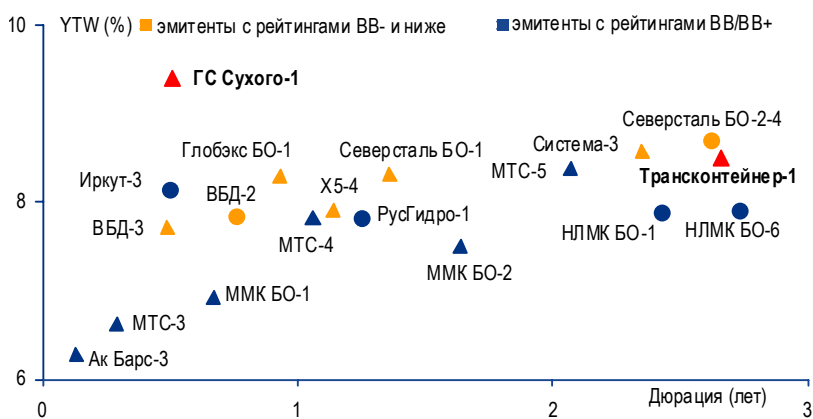
Источник: Bloomberg

Успеть купить, пока дешево: ГС Сухого-1... Выпуск **ГС Сухого-1**, эмитент которого пользуется масштабной государственной поддержкой (что отражено в высоком кредитном рейтинге – Fitch «BB», стабильный), представляется дешевым относительно бумаг эмитентов с аналогичными и более низкими рейтингами (например – Иркут, ММК, X5). Хотя ГС Сухого еще не приступило к серийному производству в рамках своего ключевого проекта – пассажирского авиалайнера SSJ 100 – и пока работает в условиях незначительных денежных потоков, риски рефинансирования заемщика нивелируются присутствием в его капитале государства в качестве контролирующего акционера и стратегической важностью деятельности компании. Об этом свидетельствуют, в частности, систематические вливания капитала акционерами, кроме того, госконтроль обеспечивает компании широкий доступ к кредитным ресурсам госбанков.

...и Трансконтейнер-1. Выпуск **Трансконтейнер-1** также выглядит недооцененным с учетом присвоенных компании кредитных рейтингов. На прошлой неделе выпуск был включен в котировальный список «А1», и с тех пор его доходность снизилась на 90 б.п. (на фоне притока в систему «пенсионных» денег). Однако мы считаем, что потенциал снижения доходности выпуска еще не исчерпан. В настоящее время **Трансконтейнер-1** торгуется практически на одном уровне доходности с имеющими более низкие рейтинги выпусками **Северсталь БО-2-4** (список «Б» ММВБ) и предлагает премию в размере более чем 50 б.п. к кривой НЛМК. Последняя на одну ступень превосходит Трансконтейнер по рейтингу от Moody's, но это отставание может быть с лихвой компенсировано квазисуверенным статусом Трансконтейнера.

ГС Сухого-1 и Трансконтейнер-1: привлекательное соотношение риска и доходности

Доходности рублевых облигаций эмитентов с рейтингами уровня "BB+ / BB-"



* Все котировки на 10 марта 2010 г.
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

✦ **SINEK'15 (NR/Ba1/BBB-). Доходность 7,4%, дюрация 2,2 года**

Факторы инвестиционной привлекательности

- **Сильная акционерная структура и гарантии Татарстана.** СИНЕК на 100% контролируется Республикой Татарстан (BB/Ba1/BBB-), имеет кредитные рейтинги на одном уровне с Татарстаном и, по сути, представляет собой кредитный риск республики. Выпуск **SINEK'15** обеспечен прямыми гарантиями Татарстана (на 13 млрд руб.).
- **Жесткие ковенанты по выпуску.** Один из них – обеспечение займа основными активами СИНЕК. Если доля холдинга в капитале Татнефти и НКНХ упадет ниже 25% (в настоящее время 33,6% и 25,2% соответственно), держатели облигаций имеют право воспользоваться досрочным пут-опционом.
- **Устойчивое финансовое положение.** Отчетность СИНЕК по US GAAP за I полугодие 2009 г. свидетельствовала об устойчивом финансовом положении холдинга. Долг компании составлял около 6% общих активов и 7% капитала. На отчетную дату СИНЕК располагал денежными средствами в размере 43 млн долл. и депозитами на сумму 313 млн долл, что в совокупности превышало объем общего долга компании (336 млн долл.).
- **Хорошие результаты Татнефти.** Татнефть (основной актив СИНЕК, традиционно обеспечивающий порядка 80% дивидендного дохода холдинга) показал весьма неплохие результаты за девять месяцев 2009 г. по US GAAP (рост EBITDA на 26,7% год к году, увеличение чистой прибыли на 55% год к году – до 47,2 млрд руб.).

Факторы инвестиционного риска

- **Предстоящая смена президента Татарстана.** Срок полномочий действующего Президента Республики Татарстан Минтимера Шаймиева истекает 25 марта 2010 г. Его наиболее вероятный преемник – Рустам Минниханов, возглавляющий правительство республики с 1998 г. Теоретически, смена власти в республике может повлечь за собой передел собственности.
- **Сильная зависимость компании от ситуации на фондовом рынке...** Финансовое состояние СИНЕК сильно зависит от ситуации на фондовом рынке. В 2009 году инвестиционный портфель холдинга рос вместе с рынком (за I полугодие 2009 г. он увеличился на 88% до 4,9 млрд долл.), однако возможная коррекция рынка приведет к противоположному эффекту (например, за II полугодие 2008 г. инвестиционный портфель СИНЕК уменьшился более чем втрое до 2,6 млрд долл.).
- **...и в нефтегазовом секторе.** Львиная доля дивидендного дохода СИНЕК, поступающего от Татнефти, ставит холдинг в сильную зависимость от финансового положения самой Татнефти, которое во многом определяется уровнем цен на нефть.
- **Риск признания схемы выпуска SINEK'15 незаконной.** Согласно российскому законодательству субъект федерации не вправе выпускать обязательства в иностранной валюте, поэтому, несмотря на то что схема размещения еврооблигаций Татарстаном через СИНЕК до сих пор не встретила возражений на федеральном уровне, данный риск теоретически еще может реализоваться.

Информация о выпуске

Эмитент	СИНЕК
Кредитный рейтинг (S/M/F)	BB/Ba1/BBB-
Выпуск	SINEK'15
Объем	250 млн долл.
Дата погашения	03 августа 2015 г.
Оферта	03 августа 2012 г.
Купон	Полугодовой
Текущая доходность	УТР 7,4%

Устойчивое финансовое положение

Основные финансовые показатели СИНЕКА

US GAAP, млн долл.	2007	2008	I п/г 09
Дивиденды (за вычетом налога)	143	197	106
Процентный доход	30	48	20
Инвестиционный доход	173	245	126
Процентные расходы	20	25	12
Чистый инвестиционный доход	129	192	108
Изм. стоимости чистых активов	996	(3 035)	1 947
Совокупный долг	344	338	336
<i>Денежные средства</i>	60	131	43
<i>Депозиты</i>	436	330	313
Чистый долг*	(152)	(123)	(20)
Собственный капитал	6 259	2636	4 564
Активы	8 045	3 279	5 641
<i>Коэффициенты</i>			
Сов.долг/Собств.капитал (%)	5,5	12,8	7,4
Сов.долг/Активы (%)	4,3	10,3	6,0
Инвест.доход/проц.расходы(x)	8,7	9,8	10,5

Источники: СИНЕК, оценка УРАЛСИБа

✦ **ГС Сухого-1 (Fitch:BB). Доходность 9,4%, дюрация 0,5 года**

Факторы инвестиционной привлекательности

- **Стратегически важная компания, контролируемая государством.** ГСС входит в состав холдинга «Сухой», принадлежащего к Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК), и контролируется государством (75% минус 1 акция). Стратегическая важность деятельности ГСС для государства бесспорна (компания реализует уникальный проект пассажирского авиалайнера SSJ 100), что подтверждается систематическими бюджетными вливаниями в капитал компании и предоставлением кредитных ресурсов госбанками (Сбербанком, ВЭБом и ВТБ).
- **Высокий кредитный рейтинг.** ГСС присвоен высокий кредитный рейтинг – «BB» по версии Fitch (прогноз по рейтингу «стабильный»). Кредитный рейтинг ГСС соответствует рейтингу по версии Fitch таких эмитентов как, например, ММК, Ак Барс, Сибур, Еврохим.
- **Крупный портфель заказов.** В настоящий момент портфель твердых заказов на SSJ 100 составляет 93 самолета, или 2,79 млрд долл. в денежном эквиваленте (исходя из текущих каталожных цен). Помимо этого, ГСС располагает 43 заказами-опционами на сумму 1,29 млрд долл.
- **Благоприятный график погашения долга.** Согласно предварительной неаудированной отчетности ГСС за 2009 г. по МСФО общий долг компании на 31 декабря 2009 г. составлял около 910 млн долл. График погашения долга представляется нам сравнительно благоприятным. В 2010 г. компании предстоит погасить/рефинансировать обязательства на сумму 118 млн долл. (без учета оферты по облигационному займу **ГС Сухого-1** объемом 5 млрд руб. (167 млн долл.) сентябре 2010 г.), в 2011 г. – 89 млн долл. Значительная часть долга эмитента (206 млн долл.) подлежит погашению уже после 2015 г.

Факторы инвестиционного риска

- **Сильная зависимость от поддержки акционеров.** До запуска серийного производства SSJ 100 (предположительно в 2010 г.) ГСС приходится работать при символической выручке и отрицательном операционном денежном потоке, в связи с чем деятельность компании по-прежнему сильно зависит от поддержки акционеров. При этом в случае реализации нового экономического стресс-сценария ГСС едва ли окажется в перечне предприятий – претендентов на первоочередную поддержку.
- **Дальнейшие задержки с запуском серийного производства SSJ 100.** Денежные потоки ГСС напрямую зависят от сроков запуска серийного производства SSJ 100, который уже несколько раз отодвигался. Мы полагаем, что лояльность партнеров, которой компания пользовалась до настоящего времени, имеет пределы – в случае дальнейших задержек с поставками ГСС может столкнуться с необходимостью исполнять штрафные санкции, предусмотренные контрактами.
- **Валютные риски.** Все контракты ГСС заключены в долларах США, тогда как доля долларовых займов в структуре ее долгового портфеля составляет лишь 15%. По информации ГСС, в настоящее время компания не хеджирует валютные риски, но, признавая их, активно ищет подходящие решения.

Информация о выпуске

Эмитент	ЗАО "Гражданские самолеты Сухого"
Кредитный рейтинг (S/M/F)	NR/NR/BB
Серия облигаций	Гражданские самолеты Сухого-1
Объем	5 млрд руб.
Дата погашения	26 марта 2017 г.
Оферта	28 сентября 2010 г.
Купон	Полугодовой
Листинг на ММВБ	A1
Ломбардный список	коэфф. 0.88
РЕПО ЦБ	дисконт 15-20%
Текущая доходность	УТР 9,4%

Кредитный профиль ГСС как отдельной компании пока слаб

Основные финансовые показатели ГСС

МСФО, тыс. долл.	2007	2008	I п/г 09
Выручка	624	5 956	241
ЕБИТДА	4 875	(40 080)	(23 532)
Чистая прибыль	3 622	(114 713)	(56 701)
Операционный денежный поток	6 721	(45 749)	(105 029)
Совокупный долг	575 562	819 156	833 498
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>98 075</i>	<i>376 767</i>	<i>362 840</i>
<i>Денежные средства</i>	<i>102 681</i>	<i>34 369</i>	<i>31 256</i>
Чистый долг	472 881	784 787	802 242
Собственный капитал	5 495	(92 455)	39 040
Активы	675 303	859 826	964 862
<i>Коэффициенты</i>			
Норма ЕБИТДА, %	7,8	отр.	отр.
ЕБИТДА/Финанс. Расх	5,6	отр.	отр.
Долг/ЕБИТДА	118,1	отр.	отр.
Чистый долг/ЕБИТДА	97,0	отр.	отр.
Долг/Собственный капитал	104,7	отр.	21,3

Источники: ГСС, оценки УРАЛСИБа

✦ **Трансконтейнер-1 (NR/Ba2/BB+). Доходность 8,5%, дюрация 2,7 лет**

Факторы инвестиционной привлекательности

- **Устойчивый финансовый профиль/высокие рейтинги.** Несмотря на снижение экономической активности, повлекшее за собой сокращение контейнерных перевозок, финансовый профиль компании остается устойчивым. Хотя норма EBITDA и снизилась с 29,1% за 9 месяцев 2008 г. до 6,1% за 9 месяцев 2009 г., а долговая нагрузка в категориях Долг/EBITDA выросла почти вдвое, она остается более чем умеренной – 0,78. В конце февраля агентство Moody's подтвердило рейтинги Трансконтейнера на уровне «Ba2», признав его текущие кредитные метрики удовлетворяющими данным уровням.
- **Отсутствие проблем с ликвидностью на ближайший год.** Агентство Moody's также отметило в своем пресс-релизе, что на ближайшие 12 месяцев вопрос с ликвидностью для компании решен. На конец III квартала 2009 г. долг компании был представлен исключительно выпуском **Трансконтейнер-1**, оферта по которому будет исполнена 12 марта. С тех пор о других крупных заимствованиях компании не сообщалось, и едва ли они будут привлекаться в течение ближайшего года, так как на 2010 г. инвестиционная программа Трансконтейнера заявлена на уровне чуть больше прошлогоднего, когда она была профинансирована за счет собственных средств компании. Кроме того, не так давно Альфа-Банк открыл Трансконтейнеру кредитную линию на 1,7 млрд руб., которой он сможет пользоваться в течение пяти лет.
- **Прочная опора в виде РЖД.** Грузовые перевозки являются для РЖД ключевым бизнесом, а Трансконтейнер – неотъемлемая часть монополии (РЖД принадлежит 85% минус одна акция). Поэтому есть все основания рассчитывать на поддержку материнской компании. Даже несмотря на планируемую продажу 35% минус две акции Трансконтейнера, у РЖД останется контрольный пакет.

Факторы инвестиционного риска

- **Медленное восстановление экономики.** Снижение экономической активности привело к сокращению перевозок компании в 2009 г. на 17,6%. В 2010 г. Трансконтейнер ожидает их роста только на 7–10%. Если экономика будет восстанавливаться низкими темпами, это будет и дальше негативно влиять на операционные показатели компании.
- **Отложенные инвестиции могут быть компенсированы в ближайшие три года.** Стремясь ограничить давление на финансовый профиль сокращения объема перевозок, Трансконтейнер в 2009 г. сократил размер инвестпрограммы в 2,3 раза по сравнению с 2008 г. (3,5 млрд против 8 млрд руб.). На 2010 г. компания планирует увеличить инвестпрограмму лишь незначительно. Поэтому существует риск, что в следующие несколько лет (до погашения облигаций остается три года) Трансконтейнер начнет наверстывать упущенное в период сокращения инвестиций. В частности, недавно появилась информация, что Трансконтейнер и другая дочерняя компания РЖД – ОАО «ПГК» намерены в 2010–2011 гг. приобрести вагоны на сумму 50 млрд руб.
- **Исторически низкая ликвидность выпуска Трансконтейнер-1.** Хотя после прохождения оферты в марте прошлого года выпуск был практически в полном объеме возвращен на рынок, его ликвидность на вторичном рынке была очень низкой. Не исключено, что ситуация кардинально не изменится, хотя в настоящий момент мы наблюдаем некоторое оживление в торгах облигациями компании.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "Трансконтейнер"
Кредитный рейтинг (S/M/F)	NR/Ba2/BB+
Серия облигаций	Трансконтейнер-1
Объем	3 млрд руб.
Дата погашения	26 февраля 2013 г.
Купон	Полугодовой
Листинг на ММВБ	A1
Ломбардный список	коэфф. 0.88
РЕПО ЦБ	дисконт 15-20%
Текущая доходность	YTM 8.5%

Хороший финансовый профиль

Основные финансовые показатели Трансконтейнера

млн руб.	МСФО		РСБУ		
	2007	2008	2008	9M09	9M08
Выручка	13 375	20 494	20 226	11 924	14 830
ЕБИТДА	4 388	7 038	6 583	2 634	5 372
Чистая прибыль	1 934	3 570	2 680	33	2 366
Совокупный долг*	0	3 088	3 094	3 000	3 022
Краткосрочный долг	0	3 088	3 094	3 000	3 022
Денежные средства	1 352	453	443	367	187
Чистый долг	отр.	2 635	2 650	2 633	2 835
Собственный капитал	14 671	18 122	19 092	18 753	18 755
Активы	21 080	29 049	28 910	26 868	26 567
<i>Коэффициенты</i>					
Норма EBITDA (%)	32,8	34,3	32,5	22,1	36,2
EBITDA/проц. расходы	140,6	14,1	25,6	6,1	29,1
Долг*/EBITDA	0,0	0,44	0,47	0,78	0,42
Чистый долг*/EBITDA	0,0	0,37	0,40	0,68	0,40
Долг*/собств. капитал	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2

*Долг без учета обязательств по лизингу

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010