

# Рублевые корпоративные облигации

3 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Трансмашхолдинг: улучшение кредитных характеристик оправдывает текущие спрэды » стр.2

### ЭКОНОМИКА

- Инфляция 2006/2008 » стр.5

## Индикаторы

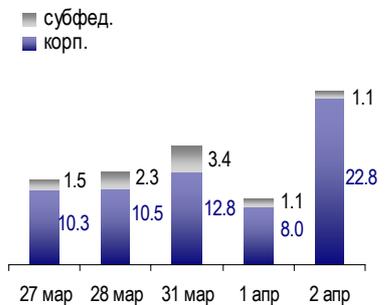
|                           |           |          |
|---------------------------|-----------|----------|
| Долларов США за Евро      | 1.5691    | + 0.5 %  |
| Рублей за доллар США      | 23.6550   | + 0.3 %  |
| Нефть Brent, USD/барр.    | \$ 103.84 | + 3.5 %  |
| Москва-39, дох. % год.    | 6.80%     | + 5 б.п. |
| Россия-30, дох. % год.    | 5.36%     | + 2 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п.  | 181       | - 2 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 611.3     | - 10.5   |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 205.1     | + 51.9   |
| Сальдо операций с ЦБ      | + 6.2     |          |

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СЕГОДНЯ

- Размещение МБРР-2 (3 млрд руб., годовая оферта)
- Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)

## Объем торгов на ММВБ

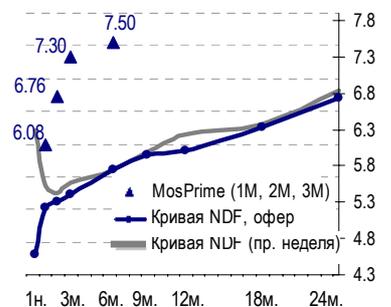


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

|        |  |
|--------|--|
| 9 апр  | Размещение УРСИ-8 (2 млрд руб., 2-летняя оферта)           |
|        | Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года)       |
|        | Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.5 года)       |
|        | Аукцион Москва-46 (5 млрд руб., дюрация 1.2 года)          |
| 10 апр | Размещение Сорус Капитал-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта) |
|        | Заседание ЕЦБ по ставкам                                   |
| 15 апр | Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов                    |
|        | Уплата ½ суммы акцизов                                     |

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

|         | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|---------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| АИЖК-10 | 94.25        | + 65            | 5.7          | 9.38%     |
| АИЖК-7  | 94.00        | + 50            | 5.1          | 9.19%     |
| РСХБ-2  | 97.00        | + 47            | 2.6          | 9.36%     |

### 2 эшелон

|         | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|---------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Мечел-2 | 99.20        | + 95            | 2.0          | *8.99%    |
| ХКФБ-2  | 97.70        | + 74            | 1.0          | *11.82%   |
| Кокс-2  | 96.75        | + 45            | 1.8          | *10.86%   |

## Лидеры падения

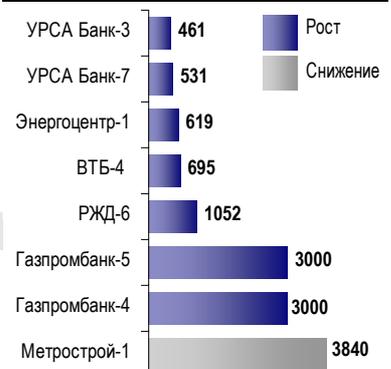
### 1 эшелон

|           | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-----------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ФСК-4     | 98.40        | - 30            | 3.0          | 7.98%     |
| Газпром-7 | 99.50        | - 10            | 1.5          | 7.25%     |
| ФСК-3     | 100.00       | - 10            | 0.7          | 7.20%     |

### 2 эшелон

|               | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|---------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Транскредит-1 | 94.95        | - 105           | 2.0          | 10.13%    |
| РТК-Лизинг-5  | 98.20        | - 30            | 1.5          | 9.79%     |
| ЦентрТел-5    | 99.90        | - 30            | 0.4          | *8.48%    |

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Трансмашхолдинг: улучшение кредитных характеристик оправдывает текущие спреды

*Трансмашхолдинг подвел итоги 2007 года – мы считаем, что облигации холдинга могут быть интересны инвесторам*

Трансмашхолдинг (ТМХ) подвел предварительные итоги за 2007 год. Мы отмечаем рост выручки, повышение финансовой прозрачности компании и укрепление отношений с основным потребителем продукции холдинга. Долговая нагрузка ТМХ остается на высоком уровне, но мы не ожидаем ее дальнейшего роста. На сегодняшний день ТМХ представлен на рынке одним выпуском Трансмаш-2 объемом 4 млрд. рублей и дюрацией меньше одного года (306 дней), который, по нашему мнению, может быть интересен инвесторам в рамках стратегии «buy and hold».

ТМХ – крупный российский машиностроительный холдинг, занимающий монопольное положение в производстве локомотивной техники и вагонов метро. В структуру группы входят 14 предприятий (из них 12 машиностроительных заводов) - по сути ЗАО «Трансмашхолдинг» объединяет практически все значимые локомотивостроительные российские предприятия. В 2007 году ТМХ провел консолидацию всех активов группы на одной холдинговой компании ЗАО «Трансмашхолдинг» (эмитент облигаций). Также ТМХ владеет 25% пакетом акций крупнейшего российского производителя пассажирских вагонов – Тверского вагоностроительного завода (ТВЗ).

*Теперь ОАО «РЖД» является одним из акционеров холдинга*

Трансмашхолдинг контролируется частными акционерами – группой Кузбассразрезуголь и Transgroup AS. В декабре 2007 блокирующий пакет акций компании The Breakers Investments BV (единственный акционер ЗАО «Трансмашхолдинг») был приобретен ОАО «РЖД». Средства, полученные от РЖД, будут внесены в капитал ТМХ в ходе дополнительной эмиссии, которая будет оплачена в течение второго квартала 2008 года.

*Лидирующие позиции в производстве локомотивов и тесные связи с РЖД определяют кредитный профиль ТМХ*

Определяющим фактором кредитного профиля ТМХ являются его ведущие позиции в России в производстве локомотивов: от 50-65% на рынке тепловозов до 100% на рынке магистральных электровозов. Крупнейшим покупателем и партнером ТМХ является ОАО «РЖД» (55% поставок продукции в 2007 году), порядка 10% поставок приходится на экспорт, а 33% на прочие российские компании (в основном металлургические и горно-обогатительные).

*Уровень финансовой прозрачности улучшается*

Ранее мы отмечали низкий уровень юридической и финансовой прозрачности как слабую сторону ТМХ. Также результаты компании за 2006 год, представленные в меморандуме и материалах к размещению облигаций, были несколько искажены, поскольку включали финансовые результаты ТВЗ в полном объеме (в то время как доля участия ТМХ в ТВЗ всего 25%). Однако в связи с консолидацией всех активов группы на одной холдинговой компании - ЗАО «Трансмашхолдинг» - анализ финансовых показателей мы производим на основании консолидированной управленческой отчетности 2007 и аудированной комбинированной отчетности за 2006 год по РСБУ. Финансовые результаты ТВЗ в консолидированные результаты ТМХ не включаются.

#### Финансовые результаты ТМХ по РСБУ (млн. рублей)

| Период | Выручка | ЕБИТДА | Рентабельность по ЕБИТДА | Валовый долг | Долг / ЕБИТДА, раз | ЕБИТДА / Проценты, раз |
|--------|---------|--------|--------------------------|--------------|--------------------|------------------------|
| 2006   | 40 268  | 5 968  | 14.8%                    | 32 128       | 5.4                | 3.8                    |
| 2007   | 67 322  | 7 863  | 11.7%                    | 38 818       | 4.9                | 4.9                    |

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка*

**Финансовые показатели холдинга нейтральны с кредитной точки зрения**

Холдинг показал 68%-ный рост выручки в 2007 году, однако рентабельность по EBITDA сократилась до 11.7% с 14.8% годом ранее. Мы не ожидаем таких же темпов роста выручки в 2008 году, учитывая высокую степень загруженности производственных мощностей холдинга (порядка 90%). По этой же причине и учитывая достаточно неэластичную структуру расходов холдинга, мы также не прогнозируем восстановления рентабельности ТМХ до уровня 2006 года. Тем не менее, мы полагаем, что текущий показатель рентабельности ТМХ остается достаточно высоким для данной отрасли.

**Долговая нагрузка высока, но мы не ожидаем ее увеличения**

Долговая нагрузка холдинга снизилась в 2007 году, однако все еще остается на достаточно высоком уровне (соотношение Долг/EBITDA - 4.9). Позитивным является тот факт, что холдинг планирует сокращать долю кредитной задолженности и не планирует новых публичных заимствований в 2008 году. Инвестиционная программа на 2008 год составит порядка 6-6.5 млрд. рублей и в большей части будет профинансирована за счет средств полученных в ходе дополнительной эмиссии (по нашим оценкам порядка 3.2 млрд. рублей). Таким образом, мы не ожидаем, что долговая нагрузка существенно увеличится в течение 2008 года.

**Присутствие РЖД в капитале ТМХ улучшает кредитные характеристики холдинга**

По нашему мнению, недавнее приобретение РЖД блокирующего пакета в ТМХ весьма положительно сказывается на кредитном профиле компании. Ранее мы отмечали существенные риски для ТМХ, возникающие в связи с высокой зависимостью от одного крупного покупателя (риск потери выручки, задержек платежей и снижения рентабельности т.к. переговорные позиции РЖД выглядят гораздо сильнее). Однако теперь такой сценарий нам кажется менее вероятным, учитывая прямую заинтересованность РЖД в финансовых результатах компании. Также, установление тесных партнерских отношений с РЖД увеличивает вероятность поддержки со стороны государственной монополии.

Присутствие РЖД в капитале ТМХ, по нашему мнению, несколько снижает риск обострения конкуренции со стороны крупных международных машиностроительных концернов. По нашему мнению выход таких концернов как Alstom, Siemens и Bombardier на российский рынок будет в первую очередь рассматриваться через стратегическое партнерство с ТМХ. Это также подтверждается публичными заявлениями компании и созданием уже нескольких совместных предприятий с Siemens и Bombardier.

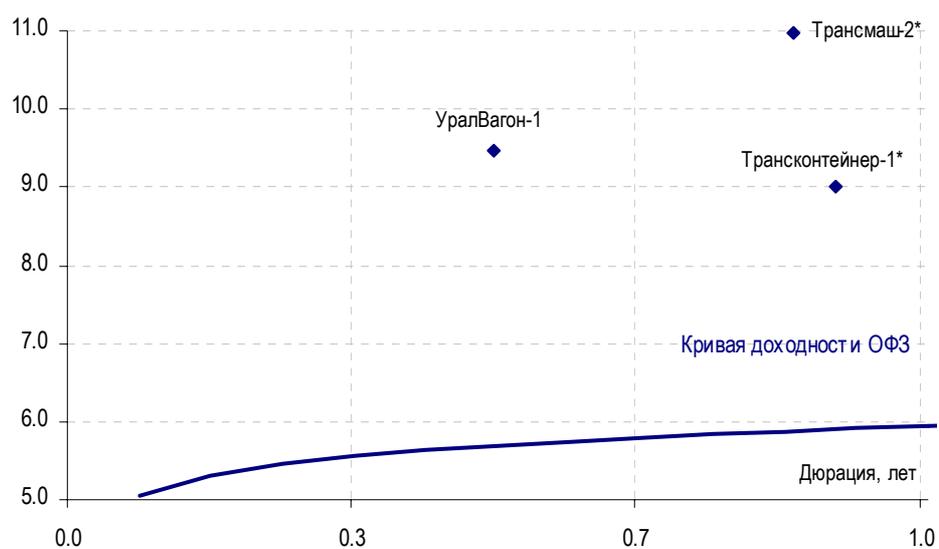
**ТМХ должен предлагать премию к Трансконтейнеру и торговаться на уровне УВЗ**

По нашему мнению, сопоставимыми по кредитным характеристикам с ТМХ можно считать аналогичные по дюрации выпуски Трансконтейнер-1 (крупнейший контейнерный перевозчик; на 85% принадлежит РЖД) и УралВагон-2 (крупнейший производитель грузовых вагонов; на 100% принадлежит государству). Мы считаем, что бумаги ТМХ должны предлагать премию порядка 100-150 б.п. к облигациям Трансконтейнера из-за различий в структуре акционеров, а также сильных финансовых показателей последнего (рентабельность по EBITDA более 30%, Долг/EBITDA менее 1) и торговаться приблизительно на одном уровне с облигациями Уралвагонзавода.

**Облигации ТМХ могут быть привлекательны в рамках стратегии «buy and hold»**

Доходность бумаг ТМХ к оферте составила вчера 10.97%, что эквивалентно спреду к кривой доходности бумаг Трансконтейнер-1 и УралВагон-1, соответственно в 198 б.п и 96 б.п. Не смотря на отсутствие рейтинга и, следовательно, возможности использовать бумаги ТМХ в сделках РЕПО с ЦБ, мы считаем, что текущий уровень доходности Трансмаш-2 вполне соответствует кредитным характеристикам холдинга и рекомендуем покупать эти бумаги инвесторам в рамках стратегии «buy and hold».

## Доходность облигаций на 2 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЭКОНОМИКА

### Инфляция 2006/2008

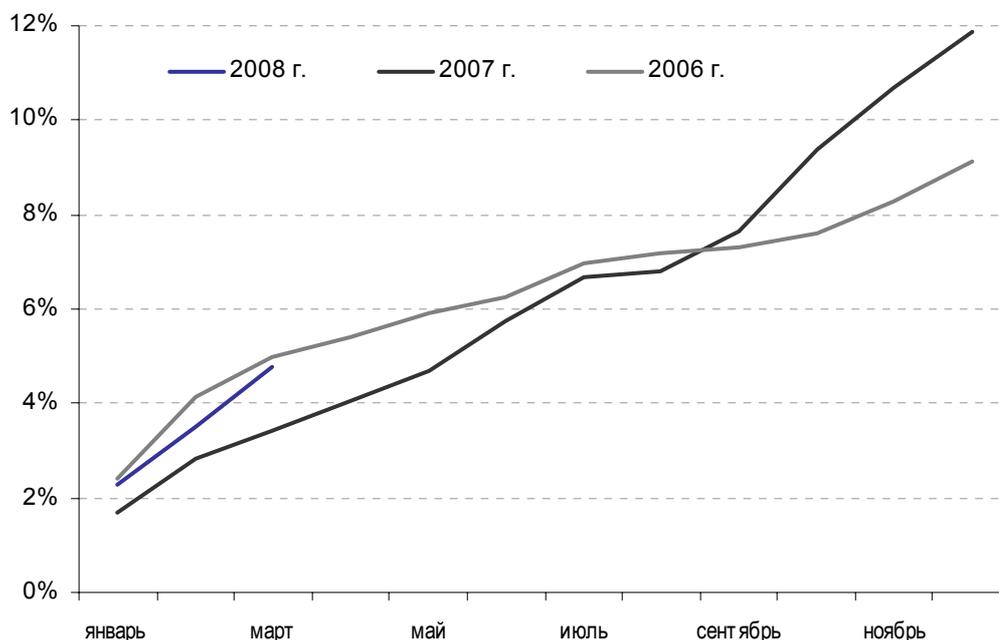
**Инфляция за 3 месяца  
составила 4.8%**

Вчера Росстат опубликовал предварительные данные по росту потребительских цен за март на основе урезанной корзины товаров. В месячном выражении темпы инфляции составили 1.2%, таким образом, с начала 2008 года индекс потребительских цен вырос на 4.8%.

**Денежные власти  
надеются повторения  
сценария 2006 года**

Несмотря на столь высокий рост цен в первые три месяца, российские власти не оставляют надежды, что по итогам года инфляция не превысит 10%. Председатель Банка России Сергей Игнатьев ссылается при этом на 2006 год, в котором рост цен за январь-март был еще больше - около 5% , а цифра за год – только 9%.

#### Инфляция за год, накопленным итогом

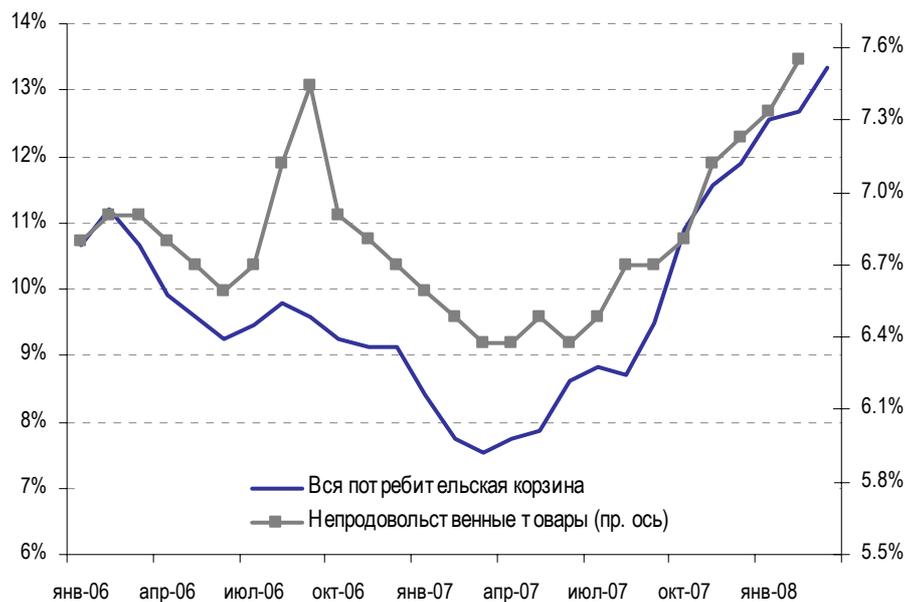


Источник: Росстат

**Однако цены на  
продукты питания  
продолжают расти**

Однако мы считаем, что ситуация с ростом потребительских цен в текущем году в корне отличается от 2006 года. В те времена тренд инфляции был нисходящим, что было связано с постепенным снижением инфляционных ожиданий. Во второй половине прошлого и в текущем году, мы наблюдаем действие инфляционного шока, связанного с резким ростом цен на продовольствие. В результате направление инфляционного тренда изменилось. При этом действие инфляционного шока до сих пор не закончено: цены на продукты питания продолжают усиленно расти.

## Инфляция в России в 2006-2008 году (YoY)



Источник: Росстат

**Инфляционный шок вызывает рост цен по всему спектру товаров**

Но даже в случае прекращения столь быстрого роста стоимости продовольственных товаров, мы не ожидаем, что ситуация с инфляцией полностью нормализуется. Причина этого - вторая инфляционная волна (которой так боится ЕЦБ), когда первичный ценовой шок в отдельных группах продукции вызывает рост цен, хотя и в меньшем масштабе, по всему спектру товаров. Необходимо отметить, что темпы роста непродовольственных товаров в настоящее время также повышаются. Один из механизмов распространения шока следующий: повышение стоимости жизни создает давление на заработные платы, что в свою очередь вызывает инфляцию издержек.

**Быстрое снижение инфляции маловероятно, даже при улучшении мировой конъюнктуры**

Поэтому мы пока не видим возможности для повторения в 2008 году инфляционного сценария позапрошлого года. Учитывая опыт нашей страны, мы не ожидаем в скором времени резкого снижения темпов роста цен и в то же время не исключаем дальнейшего раскручивания инфляционной спирали.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

|         |                                |
|---------|--------------------------------|
| Адрес   | 119071, Ленинский пр-т, д. 15А |
| Телефон | (+7 495) 721 9900              |
| Факс    | (+7 495) 721 9901              |

### **Аналитика**

|                  |                                  |                   |
|------------------|----------------------------------|-------------------|
| Михаил Никитин   | mnikitin@raiffeisen.ru           | (+7 495) 721 9934 |
| Константин Сорин | konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2893 |
| Алексей Чекушин  | achekushin@raiffeisen.ru         | (+7 495) 721 9900 |
| Антон Плетенев   | anton.pletenev@raiffeisen.ru     | (+7 495) 221 9801 |

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Продажи**

|                       |                                       |                   |
|-----------------------|---------------------------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева       | npekcheva@raiffeisen.ru               | (+7 495) 721 3609 |
| Андрей Бойко          | aboiko@raiffeisen.ru                  | (+7 495) 775 5231 |
| Анастасия Евстигнеева | anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин        | anton.kenyaykin@raiffeisen.ru         | (+7 495) 721 9978 |

#### **Торговые операции**

|                  |                       |                   |
|------------------|-----------------------|-------------------|
| Александр Лосев  | alosev@raiffeisen.ru  | (+7 495) 721 9976 |
| Александр Глебов | aglebov@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2857 |

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

#### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

|                 |                         |                   |
|-----------------|-------------------------|-------------------|
| Никита Патрахин | npatrahin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2834 |
|-----------------|-------------------------|-------------------|

#### **Выпуск облигаций**

|                     |                                 |                   |
|---------------------|---------------------------------|-------------------|
| Олег Гордиенко      | ogordienko@raiffeisen.ru        | (+7 495) 721 2845 |
| Олег Корнилов       | okornilov@raiffeisen.ru         | (+7 495) 721 2835 |
| Екатерина Михалевиц | emikhalevich@raiffeisen.ru      | (+7 495) 775 5297 |
| Дмитрий Румянцев    | droumiantsev@raiffeisen.ru      | (+7 495) 721 2817 |
| Анастасия Байкова   | abaikova@raiffeisen.ru          | (+7 495) 225 9114 |
| Татьяна Костина     | tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9184 |
| Тимур Файзуллин     | tfazullin@raiffeisen.ru         | (+7 495) 721 9900 |

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.