

## ВЫПУСК ТРАНСНЕФТЬ-3 НЕДООЦЕНЕН РЫНКОМ

### Торговая идея

**Попытка №2.** В нашем выпуске Fixed Income Daily от 5 марта 2011г. мы попытались разобраться, какой должна быть справедливая стоимость рублевого выпуска компании Транснефть серии 3. Эта бумага была выбрана нами как один из наиболее ликвидных выпусков на российском рынке среди имеющих плавающий купон. Ознакомиться с нашим комментарием можно по следующей ссылке: [http://st.finam.ru/ipo/comments/\\_110305\\_FID.pdf](http://st.finam.ru/ipo/comments/_110305_FID.pdf). После публикации комментария мы получили несколько отзывов от читателей, суть которых сводится к тому, что написанное нами оказалось мало-понятным. Сегодня мы предпринимает еще одну попытку объяснить нашу позицию, попутно уточняя оценку, поскольку мы получили также весьма ценные критические замечания относительно ряда входных параметров. Суть дела, однако, не меняется: мы по-прежнему считаем, что облигации Транснефть-3 привлекательны для покупки.

**Есть такая бумага.** Выпуск Транснефть-3 был размещен 30 сентября 2009 г. в столь большом объеме (65 млрд руб.), что для продажи потребовалась организация закрытой подписки среди крупнейших банков страны. Купоны 2–6 устанавливались по выпуску в соответствии со следующей формулой: фиксированная ставка 12-месячного РЕПО ЦБ плюс 240 б.п. В настоящий момент цена бумаги составляет приблизительно 108,25%. Второй (текущий) купон был установлен в конце сентября 2010 года на уровне 9,9%, облигации торгуются к оферте 23 сентября 2015 г., то есть срок их обращения составляет приблизительно 4,5 года.

**Откуда взялась текущая цена?** Очень похоже, что участники рынка оценивают выпуск Транснефть-3 как бумагу с фиксированным купоном. Как указано выше, в настоящий момент купон установлен на уровне 9,9%, и эта ставка действует до сентября 2011 г. Если предположить, что она будет оставаться неизменной до оферты через 4,5 года, то при текущей цене на уровне 108,25% Транснефть-3 даст доходность, приблизительно равную 7,65%, что примерно соответствует справедливому уровню для квазисуверенного риска компании Транснефть на срок 4,5 года. Напомним, что кредитные рейтинги Транснефти полностью соответствуют рейтингам РФ. Однако такой подход к оценке выпуска Транснефть-3 представляется нам неправильным.

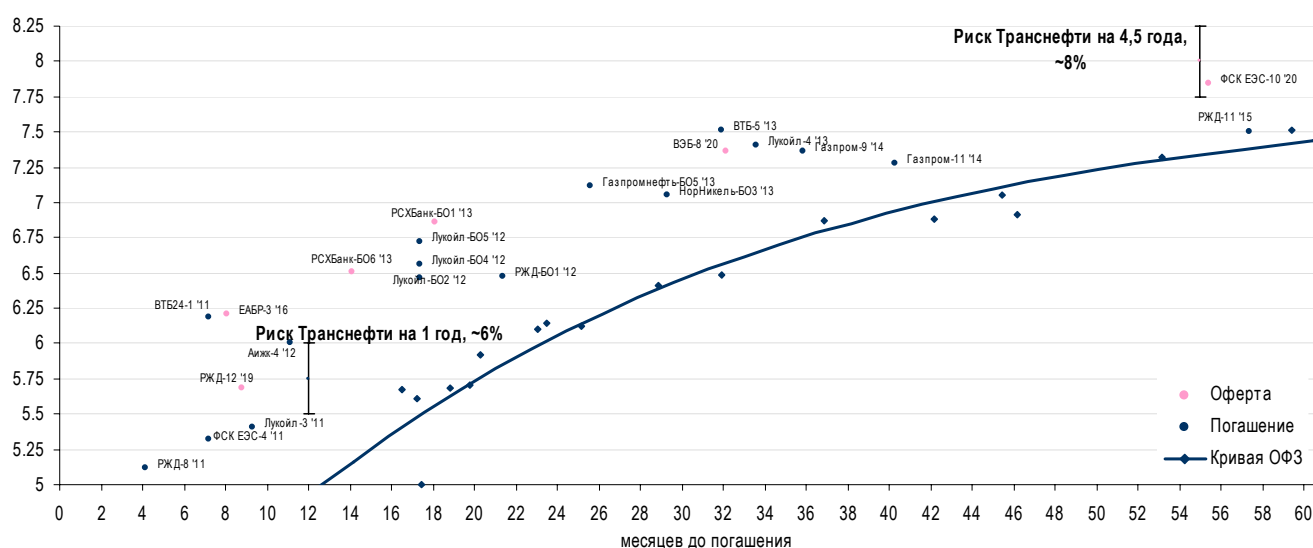
**Это же флоатер!** Поскольку выпуск имеет плавающий купон, привязанный к ставке РЕПО ЦБ, он изначально предназначен для получения инвесторами кредитного спреда в условиях меняющихся процентных ставок. В качестве базового (с некоторыми ограничениями можно сказать и безрискового) уровня мы будем использовать рублевые процентные свопы, поскольку ставки MosPrime на срок 12 месяцев не распространяются, а кривая ОФЗ на коротком конце часто бывает неликвидной. Впрочем, как читатели могут сами убедиться, замена свопов на ставки ОФЗ, по сути, никак не изменит результатов нашего анализа.

**Так какова же справедливая цена?** Представим себе, что на рынок выходит настоящий флоатер Транснефти, привязанный не к ставке РЕПО, а к рыночной ставке. В качестве последней мы будем использовать 12-месячный своп, который в момент определения второго купона Транснефти-3 (конец сентября 2010г.) был равен 4,7%. Сейчас эта ставка составляет приблизительно 4,9%. Каким должен быть спред к безрисковой ставке, чтобы наш гипотетический флоатер Транснефти торговался по номиналу? С нашей точки зрения, премия должна быть не больше 50 б.п., однако ради консервативности оценки мы готовы согласиться и на 100 б.п. С учетом свопа 4,9% в сегодняшних условиях это приблизительно соответствует купону на уровне 6%, что, как видно из нашего графика, вполне отвечает рыночной ситуации: 6% на 12 месяцев с учетом кривизны кривой вполне соответствует положению таких бумаг, как АИЖК-4 (BBB/Baa1) и РЖД-12 (BBB/Baa1/BBB), а, например, Лукойл-3 (BBB-/Baa2/BBB-) торгуется со значительно меньшей доходностью. В сентябре 2010 года спред в размере 100 б.п. (при свопе 4,7%) дал бы купон 5,7%, и с этим купоном гипотетический флоатер Транснефти, привязанный к рыночным ставкам, торговался бы по номиналу. Но ввиду привязки к ставке РЕПО ЦБ реальный купон Транснефти-3 вместо 5,7% был установлен на уровне 9,9%, то есть оказался на 420 б.п. выше справедливого уровня. Сколько же стоит этот дополнительный спред? Получение 4,2% в год в течение 4,5 лет с учетом дисконтирования будущих потоков по рыночной ставке для Транснефти (пусть это будет 8% годовых) имеет приведенную стоимость порядка 16%. Соответственно, если мы добавим эту величину к флоатеру, который мы ранее оценили в 100%, получим 116% от номинала как справедливую стоимость Транснефть-3 при сделанных допущениях – чуть ниже того, что фигурировало в нашем Daily (117,7%), однако это лишь следствие более консервативного подхода.

**Есть смысл покупать.** Понятно, что наш расчет справедливой цены очень приближен, поскольку купон Транснефти-3 привязан не к рыночной ставке, как, в идеале, должно было бы быть, а к ставке, устанавливаемой ЦБ. Тем не менее нельзя не отметить тот факт, что выпуск будет систематически иметь купоны, слишком высокие для риска Транснефти, – и не только потому, что в формуле «защит» слишком большой для компании спред 240 б.п., но и потому, что 12-месячная ставка РЕПО ЦБ систематически выше рыночных безрисковых ставок. Еще раз повторим, что если допустить, что имеющаяся премия купона Транснефти-3 к безрисковой ставке сохранится, то справедливая цена выпуска оказывается почти на 8 п.п. выше текущей рыночной. В заключение добавим, что очевидным общим аргументом в пользу покупки облигаций с плавающим купоном является начатый Банком России в феврале цикл подъема ставки рефинансирования. Например, по нашему прогнозу, в 2011 г. ставка рефинансирования вырастет до 9%, что вероятно выведет ставку 12-месячного РЕПО ЦБ на уровень 8,75% с текущих 7,75%. Соответственно, мы рекомендуем выпуск Транснефть-3 к покупке. Текущая рыночная оценка бумаги – 108,25%, наша – 116%. Допустив, что истина находится где-то посередине, мы и установили нашу цель в этом выпуске на уровне 113%.

### Где Транснефть могла бы располагаться на рынке?

Некоторые высококачественные рублевые облигации



Источник: ММВБ

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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 2011