

# Рублевые корпоративные облигации

20 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Вагонмаш: размер имеет значение » *стр. 3*
- ГПБ-Ипотека: комментарий к размещению » *стр. 5*
- S&P повысило рейтинги Альфа-Банка, МДМ-Банка и Промсвязьбанка

## Индикаторы

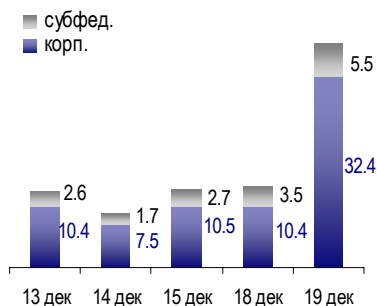
Долларов США за Евро	1.3189	+ 0.7 %
Рублей за доллар США	26.3630	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 62.18	+ 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.72%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.60%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	501.3	- 14.1
Остатки на д/с, млрд руб.	87.0	+ 29.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 17.1	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещен ЮТЭйр-3 (2 млрд руб.) под 10.67% годовых к оферте через 2 года
- Выпуск Группа НИТОЛ-2 (2.2 млрд руб.) размещен под 12.09% годовых к погашению через 2 года
- Дебютный выпуск Криогенмаш (1 млрд руб.) размещен 11.51% годовых к оферте через 1.5 года

## Объем торгов на ММВБ

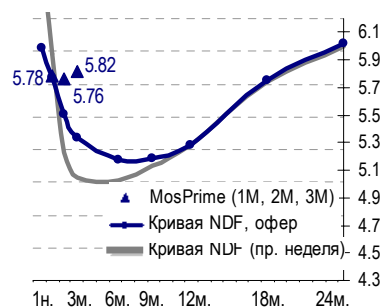


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 дек Уплата НДС
- Размещение Бородино-Финанс-1 (2.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
  - Размещение Вагонмаш-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
  - Размещение Нэфис Косметикс-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- 21 дек
- Размещение дебютного выпуска ГАЗЭКС-Финанс (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
  - Размещение дебютного выпуска УМПО (4 млрд руб., оферта через 1.5 года)
  - Размещение Патэрсон-Инвест-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.32	+ 32	1.9	7.04%
ФСК-4	100.65	+ 30	4.1	7.26%
РСХБ-2	101.85	+ 7	3.6	7.53%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-3	101.45	+ 45	1.7	7.87%
Иркут-3	104.00	+ 43	3.2	7.63%
Петроком-2	99.78	+ 23	2.4	8.77%

## Лидеры падения

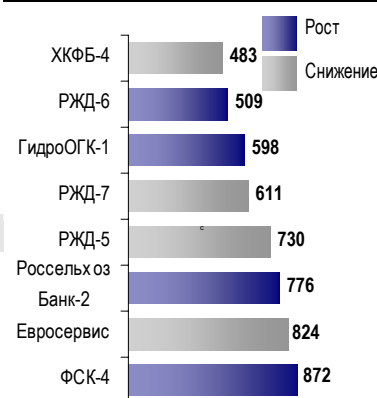
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.74	- 1	4.8	7.09%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-4	99.40	- 35	1.7	*10.72%
Карусель-1	99.40	- 22	1.6	*10.37%
ЦентрТел-5	100.65	- 15	1.6	*7.81%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.80	-	7.10	0.27	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.44	100.35	7.68	1.12	172	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.65	101.80	8.15	1.42	212	200	↓ 10
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	8.00	1.37	197	200	↔
<b>ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе</b>									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.35	102.65-103.40	7.35	3.76	101	100-120	↔
<b>Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки</b>									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.50	10.57	1.40	454	470	↑ 15
<b>ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента</b>									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.03	100.20	8.62	1.09	267	250	↓ 15
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.45-99.85	9.26	2.25	308	320-340	↑ 10-30
<b>ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста</b>									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.10	-	8.29	0.78	244	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.25	-	8.40	1.78	230	-	↔
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.36	103.85-104.05	8.01	2.06	186	200-210	↑ 15-25
<b>САНОС</b>									
СаНОС-2	20/12	Держать	105.10	104.90-105.15	8.15	2.57	193	190-200	↔
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.93	1.38	291	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль» на форвардах, ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.00-100.20	7.97	4.0	162	180	↑ 20

**Рекомендация по САНОС изменена на «держать»**

В результате «проседания» цен облигации Салаватнефтеоргсинтеза достигли наших ориентиров (см. ежедневные обзоры от 23.11.06 и 12.12.06), поэтому мы меняем нашу рекомендацию с «Фиксировать прибыль» на «Держать».

## Вагонмаш: размер имеет значение

*Ориентир организаторов по доходности представляется недостаточным*

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций ЗАО «Вагонмаш» (1 млрд руб., оферта через 1.5 года). Мы отмечаем высокие операционные риски, связанные с бизнесом группы, и растущий уровень долговой нагрузки в качестве основных проблем. По нашему мнению, ориентир доходности, приводимый организаторам (11.30% к оферте) является недостаточным, поэтому мы предпочитаем риск более крупных вагоностроителей.

*Продукция группы сосредоточена в сегментах с ограниченным спросом*

Основной специализацией петербургской группы Вагонмаш является производство вагонов для метрополитена (60% выручки за 2005 г.), также группа производит ж/д вагоны повышенной комфортности и трамвайные вагоны. Таким образом, группа работает в сегментах рынка с существенно более узким спросом, чем знакомые долговому рынку Уралвагонзавод, Рузхиммаш и Тверской Вагоностроительный Завод.

*Конкуренция на российском рынке вагонов метро растет, позиции группы ослабли*

Российский рынок вагонов метро представлен двумя игроками: Метровагонмашем (г. Москва) с долей около 2/3 и Вагонмашем – с долей 1/3. Основными потребителями произведенных Вагонмашем метровагонов в 2005 году были Петербургский и Казанский метрополитены с примерно равными объемами заказов. Однако в 2006 году позиции группы на этом направлении заметно ослабли:

- Петербургский метрополитен разместил часть своего заказа у основного конкурента – Метровагонмаша;
- Казанский метрополитен в 2006 г. не заказывал вагонов у Вагонмаша.

*На рынке ж/д вагонов Вагонмаш не может составить конкуренции ТВЗ*

Производство ж/д вагонов в группе Вагонмаш представлено в основном пассажирскими межобластными вагонами повышенной комфортности, а также багажными и почтовыми вагонами. Мы отмечаем довольно слабые позиции группы на этом рынке в связи с монопольным положением основного производителя пассажирских вагонов – ТВЗ. Более подробно см. наш специальный обзор «*Вагоны государственной важности*» от 15.06.2006.

Мы выделяем следующие риски, свойственные для бизнеса Вагонмаша:

- высокая зависимость от потребителей производимой продукции, которые могут диктовать компании свои условия;
- высокий уровень конкуренции со стороны более крупных вагоностроителей.

Основным предприятием группы является эмитент облигаций – ЗАО «Вагонмаш» (более 85% выручки), в структуре займа также присутствует поручительство от второй компании «Петербургский Трамвайно-Механический Завод». Поэтому мы рассматриваем облигационный заем как долг всей группы в целом.

### Финансовые результаты Вагонмаш и ПТМЗ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты,
РСБУ (2005)						
Вагонмаш + ПТМЗ	2 391	152	6.3%	623	4.1	1.8
МСФО (2005)						
Группа Вагонмаш	2 532	290	11.5 %	625	2.2	3.4
Прогноз (2006)						
Вагонмаш + ПТМЗ	2 009	181	9.0%	1 391	7.7	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

*Вагонмаш уступает остальным вагоностроителям по масштабу, выручка снижается*

По масштабам бизнеса Вагонмаш существенно уступает другим российским вагоностроителям: ТВЗ, Уралвагонзаводу, Рузхиммашу: его выручка в 2005 г. составила всего 2.5 млрд руб. Финансы компании характеризуются высокой сезонностью: выручка поступает в основном в 4 квартале, поэтому промежуточная отчетность по РСБУ за 1-3 кварталы 2006 г. не отражает реальную динамику бизнеса группы. Однако, судя по представленным к размещению облигационного займа материалам, в 2006 г. ожидается снижение выручки Вагонмаша по сравнению с прошлым годом на 20%.

**Рентабельность  
достаточно высока**

Рентабельность бизнеса Вагонмаша достаточно высока: консолидированная маржа EBITDA по МСФО составляет около 11%, что на 2 п.п. выше, чем у ТВЗ. Однако небольшие масштабы бизнеса и снижение выручки в 2006 г. в значительной мере нивелируют влияние этого фактора.

**Главная финансовая  
проблема – рост долга в  
2006 году, Долг/ЕВITDA:  
7-8х**

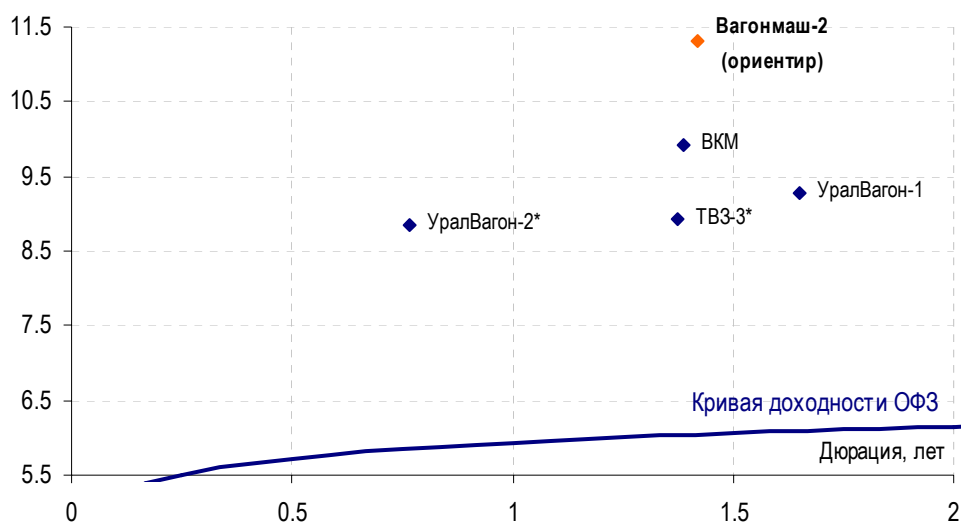
Главной финансовой проблемой Вагонмаша, на наш взгляд, является высокий текущий уровень долговой нагрузки: в 2006 г. компания существенно увеличила размер долга (с 0.6 до 1.3 млрд руб.), по итогам 2006 г. мы оцениваем Долг/ЕВITDA на уровне 7-8х. Долг был привлечен для финансирования оборотного капитала, поэтому мы ожидаем его постепенного сокращения по мере завершения производства и продажи вагонов. Однако в любом случае, долговая нагрузка, судя по всему, будет оставаться достаточно высокой (4-5х Долг/ЕВITDA) на протяжении следующего года.

**Основная слабость –  
небольшой масштаб и  
более сильные  
конкуренты по всем  
направлениям**

По нашему мнению, основная слабость Вагонмаша заключается именно в относительно небольшом размере компании: масштаб бизнеса группы недостаточно велик, чтобы она могла рассчитывать на поддержку государства и местных властей. Продукция, производимая Вагонмашем имеет очень узкий спектр применения, что, при высокой конкуренции на рынке, делает риск потери основных клиентов также весьма существенным.

**При ставке купона 11% мы  
предпочитаем риск  
крупных  
вагоностроителей**

Организаторы ориентируют рынок на ставку купона на уровне 11.00% к 1.5-годовой оферте, что соответствует доходности в 11.30% и спреду около 530 б.п. к ОФЗ. Премия Вагонмаша составит около 130 б.п. к бумагам ВКМ-Финанс и около 240 б.п. к ТВЗ-3. По нашему мнению, такая премия недостаточна, поэтому риск крупных вагоностроителей представляется нам более предпочтительным.

**Доходность облигаций на 19 декабря**

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

**ГПБ-Ипотека: комментарий к размещению**

Сегодня рынку впервые будет предложен принципиально новый инструмент – ипотечные облигации, выпущенные в соответствии с новым российским законом. Размещаемые бумаги ГПБ-Ипотека (3 млрд руб., ставка купона – 8%) представляют собой секьюритизацию портфеля закладных «дочки» Газпромбанка – ЗАО АКБ «Совфинтрейд». Бумаги являются обеспеченными, что определяет их высокое кредитное качество (рейтинг от Moody's на уровне Baa2 – на одном уровне с Газпромбанком).

**Главный риск –  
неопределенная дюрация,  
важный плюс – льготная  
налоговая ставка**

На наш взгляд, основные вопросы относительно бумаг ГПБ-Ипотека будут связаны с новизной предлагаемого инструмента и непривычными для участников рынка параметрами: в первую очередь – неопределенной дюрацией. Очевидным «плюсом» размещаемых бумаг станет льготная налоговая ставка, по которой будут облагаться доходы от операций с ипотечными облигациями, размещаемыми до конца 2006 г.

<b>Облигации обеспечены пулом закладных</b>	С точки зрения кредитного качества бумаг, ключевой особенностью является их обеспеченный характер: в качестве покрытия используется пул ипотечных закладных, находящихся на балансе эмитента. Эти закладные по сути представляют собой кредитные требования по ипотечным кредитам, выданным физлицам, которые Совфинтрейд приобрел на вторичном рынке.
<b>Кредитное качество бумаги и обеспечения – очень высокое</b>	<p>Качество обеспечения весьма высоко: уровень просроченной задолженности по портфелю составляет всего 0.3%, а уровень кредитных потерь близок к нулю, т.к. они урегулируются за счет реализации залога. Базовые характеристики ипотечного портфеля представляются нам очень сильными:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• показатель Loan-to-value (отношение объема кредита к стоимости обеспечения) по каждой отдельной закладной не превышает 70%, а в целом по портфелю составляет около 57%;</li><li>• payment-to-income (отношение аннуитетного платежа к доходу заемщиков) по каждой закладной не превышает 50%;</li><li>• высокая доходность портфеля: минимальная ставка по ипотечным кредитам – 12%, средневзвешенная ставка по портфелю: 13.8%.</li></ul>
<b>Непривычная характеристика – неопределенная дюрация, график амортизации неизвестен</b>	<p>Кроме того, в качестве дополнительной меры кредитного усиления предусмотрено формирование резервного фонда ГПБ-Ипотеки в размере 15% от суммы займа. Этот фонд не амортизируется и остается на балансе компании в качестве дополнительной гарантии для кредиторов до полного погашения облигаций.</p> <p>Непривычной характеристикой бумаг ГПБ-Ипотека является их неопределенная дюрация. Номинально сроком погашения облигаций является срок самой «длинной» закладной: 29 декабря 2036 года. Бумаги предусматривают частичную амортизацию долга по мере досрочного погашения кредитов, обеспеченных закладными, однако заранее определить график амортизации невозможно. Исходя из сценарного моделирования, организаторы оценивают ожидаемую дюрацию бумаги в 2.4 года, а срок до погашения — в 4.8 года.</p>
<b>Мы считаем, что дюрация может оказаться выше ориентира</b>	<p>Мы считаем, что такой ориентир может оказаться слишком оптимистичным: основная часть кредитов была выдана в течение последних 6-12 месяцев, т.е. это относительно «молодые» кредиты. Нам представляется, что реальная дюрация будет выше оценок организатора и составит около 4-5 лет.</p>
<b>Ориентир доходности - АИЖК</b>	<p>В качестве ориентира доходности для бумаг ГПБ-Ипотеки наиболее логично использовать доходности облигаций АИЖК: их спреды к ОФЗ составляют от 100 до 140 б.п. к ОФЗ на диапазоне дюраций в 2.3-5.2 года. Поскольку облигации АИЖК обеспечены госгарантиями и имеют четко определенную дюрацию, очевидно, что бумаги ГПБ-Ипотеки должны предлагать премию к АИЖК.</p>
<b>Налоговая премия – около 110 б.п.</b>	<p>Исходя из ориентиров организаторов, абсолютная доходность ГПБ-Ипотеки (около 7.70%) будет примерно такой же, как и доходность бумаг АИЖК. Однако это не означает отсутствия премии: дело в том, что доходы от ипотечных облигаций, размещенных до конца 2006 г. облагаются по ставке 9%. Поэтому при одинаковой доходности налоговая премия составит около 110 б.п.</p> <p>Мы отмечаем также, что в силу относительной новизны инструмента, ликвидность бумаги, судя по всему будет относительно невысокой, по крайней мере – на начальном этапе.</p>

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

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

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

### **Начальник аналитического отдела**

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

#### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

#### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

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

Никита Патрахин	npatrakhin@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 Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.