

# Рублевые корпоративные облигации

15 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Трансмашхолдинг: требуйте премии к вагоностроителям » *стр. 3*
- Рекомендации в «дочках» Газпрома » *стр. 5*

## Индикаторы

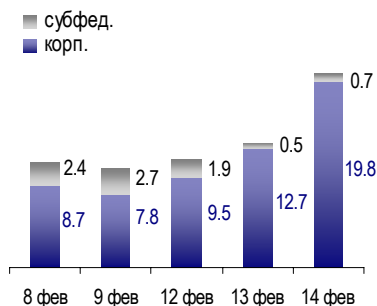
Долларов США за Евро	1.3127	+ 0.7 %
Рублей за доллар США	26.2997	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 55.56	- 2.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.65%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.75%	- 6 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	413.9	+ 12.0
Остатки на д/с, млрд руб.	226.7	- 21.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 37.0	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 20 февраля планируется размещение Виктория-Финанс-2 (1.5 млрд руб., 3 года)
- 21 февраля состоится размещение СУ-155 Капитал-3 (3 млрд руб., годовая оферта)

## Объем торгов на ММВБ

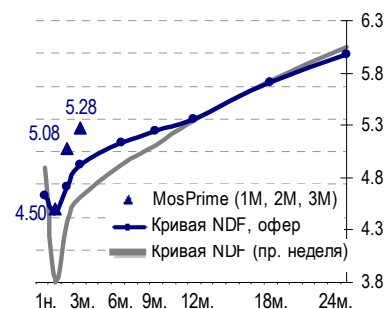


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 15 фев Размещение Трансмашхолдинг-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)  
Размещение Красный Богатырь-1 (2 млрд руб., годовая оферта)  
Аукцион ОБР-3 (10 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)  
Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 16 фев Размещение Русфинансбанк-4 (4 млрд руб., 3 года)
- 20 фев Размещение Митлэнд Фуд Групп-1 (1 млрд руб., 3 года)  
Размещение Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	101.58	+ 8	3.4	7.60%
ФСК-1	102.35	+ 5	0.8	5.97%
ГидроОГК-1	103.05	+ 2	3.7	7.40%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.88	+ 18	1.6	7.84%
ВолгаТел-2	101.55	+ 10	1.7	*7.39%
СЗТел-4	101.40	+ 10	1.7	*8.55%

## Лидеры падения

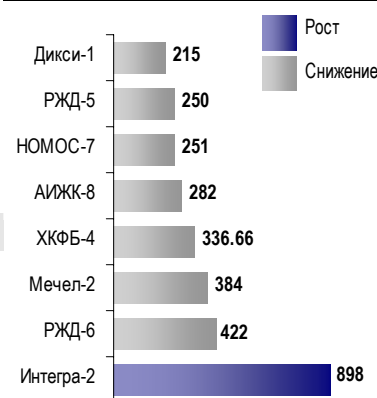
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк	99.09	- 24	3.5	7.50%
РЖД-5	100.06	- 10	1.8	6.74%
ФСК-4	100.50	- 10	3.9	7.30%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	100.45	- 35	3.7	10.17%
Русснефть	91.75	- 25	1.7	*15.06%
АК БАРС-2	100.30	- 20	0.4	*7.08%

## 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	100.55	-	5.08	0.11	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.60	7.56	0.96	192	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.95	7.88	1.26	211	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.25	102.30	7.84	1.28	206	200	↔
<b>ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»</b>									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.05	102.80	7.40	3.75	113	120	↑ 5
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.70	100.45	7.89	0.97	224	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.80	9.22	2.09	321	340	↑ 20
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.86	1.28	308	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.93	100.50	7.95	3.78	168	180	↑ 10
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.65-99.80	8.73	1.46	290	290-300	↑ 10
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.90	100.10-100.50	8.72	2.25	269	240-260	↓ 10-30
<b>Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний</b>									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.50	100.75	7.45	2.33	140	130	↓ 10
<b>Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль</b>									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.95	9.29	1.50	344	380	↑ 35
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.34	1.92	237	210-230	↔
<b>Сибур: привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумагу</b>									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	100.20	100.80-100.90	7.76	2.46	168	140	↓ 25-30
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.25	8.84	3.37	261	300	↑ 40

## Трансмашхолдинг: требуйте премии к вагоностроителям

*ТМХ должен предлагать премию к Уралвагону и ТВЗ; Ориентир организаторов выглядит заниженным*

Сегодня состоится размещение 2го облигационного займа Трансмашхолдинга (ТМХ, 4 млрд руб., оферта через 2 года). По нашему мнению, основные риски, для потенциальных инвесторов в облигации ТМХ связаны с низкой финансовой прозрачностью, сложной структурой группы и ее высокой долговой нагрузкой. Несмотря на лидирующие позиции ТМХ в области строительства локомотивов и его тесные связи с ОАО «РЖД», мы считаем, что облигации ТМХ должны предлагать премию к крупнейшим государственным вагоностроителям – ТВЗ и Уралвагонзаводу. Исходя из этой оценки, мы считаем предлагаемый организаторами ориентир по доходности (около 9.2%, спред – около 320 б.п. к ОФЗ) заниженным, а участие в размещении – непривлекательным.

ТМХ – крупный российский машиностроительный холдинг, занимающий монопольное положение в производстве локомотивной техники и вагонов метро. В структуру группы входят 8 машиностроительных заводов. Также ТМХ владеет 25% пакетом акций крупнейшего российского производителя пассажирских вагонов – Тверского вагоностроительного завода (ТВЗ). Трансмашхолдинг контролируется частными акционерами – группой Кузбассразрезуголь и Transgroup AS.

*Ключевой сильный момент: лидирующие позиции в производстве локомотивов; тесные связи с РЖД*

Ключевым сильным моментом в бизнесе ТМХ являются его лидирующие позиции среди российских производителей локомотивов: от 50-65% на рынке тепловозов до 100% на рынке магистральных электровозов. По сути Трансмашхолдинг консолидировал практически все значимые российские предприятия, производящие локомотивную технику. Крупнейшим покупателем и партнером ТМХ является ОАО «РЖД» (около 60% поставок продукции в 2006 году). В настоящий момент у ТМХ заключены долгосрочные соглашения с железнодорожным монополистом на поставку продукции до 2010 года.

*Риск – конкуренция со стороны крупных международных концернов (Siemens, Alstom, Bombardier)*

Однако в столь тесные связи с РЖД, по нашему мнению, содержат и существенные риски для ТМХ: высокая зависимость от одного крупного покупателя создает риск потери выручки, задержек платежей и снижения рентабельности, т.к. переговорные позиции РЖД выглядят гораздо сильнее. В силу высокой степени износа парка вагонов и локомотивов, российский рынок ж/д техники является очень объемным, а спрос на нем будет только расти в ближайшие 10 лет. Поэтому к российскому рынку проявляют заметный интерес все крупные международные машиностроительные концерны (Alstom, Siemens, Bombardier). Мы считаем, что вероятность обострения конкуренции с ними достаточно высока и считаем этот риск весьма весомым для ТМХ.

*Консолидация ТВЗ в результаты ТМХ, на наш взгляд, необоснованна*

По официальным данным, ТМХ владеет блокирующим пакетом крупнейшего производителя российского пассажирских вагонов – ТВЗ. В то же время отчетность ТМХ, представленная в меморандуме и материалах к размещению займа, консолидирует финансовые результаты ТВЗ в полном объеме. Такая позиция представляется нам достаточно сомнительной, т.к. ТВЗ де-факто контролируется государством (в лице РФФИ и «дочек» РЖД) и входит в список стратегических предприятий, приватизация которых невозможна без отдельного указа Президента РФ. На ТВЗ, по нашим подсчетам, приходится от 25 до 30% выручки ТМХ, т.е. ТВЗ является крупнейшим по размеру финансового результата активом холдинга.

В целом, анализ финансовой отчетности ТМХ весьма затруднен: полная юридическая структура группы не раскрывается, отчетность составлена по РСБУ и консолидирована самим эмитентом. По нашему мнению, консолидация результатов ТВЗ является необоснованной, и мы предпочитаем рассматривать финансы ТМХ отдельно от результатов ТВЗ. Предварительные оценки результатов за 2006 г. (наши оценки по материалам организаторов, скорректированные на финансовый результат ТВЗ):

- выручка: 42 млрд руб. (56 млрд руб. до вычета результата ТВЗ);
- EBITDA: 4.2 млрд руб. (исходя из оценки маржи в 10%);
- Долг: 20.5 млрд руб. Долг/EBITDA: 4.9x.

**Ключевая финансовая проблема – высокая долговая нагрузка и активные инвестиционные планы**

Несмотря на достаточно высокую рентабельность, ТМХ характеризуется высокой долговой нагрузкой. По данным меморандума, в планы холдинга входит осуществление до 2010 года инвестиционной программы в размере \$1.5 млрд. Судя по всему, основная часть инвестиций будет осуществляться за счет увеличения долга. По нашим прогнозам, долговая нагрузка ТМХ в ближайшие годы не будет снижаться и останется на уровне около 5х Долг/ЕБИТДА (или выше – в случае активной реализации инвестпрограммы). Для сравнения: долговая нагрузка ТВЗ за 9М2006 составила около 2.4х и мы ожидаем, что в ближайшее время она упадет ниже 2х Долг/ЕБИТДА.

**Низкая финансовая прозрачность: денежные потоки отделены от производственных мощностей**

Еще одной проблемой кредитного качества ТМХ является низкий уровень юридической и финансовой прозрачности:

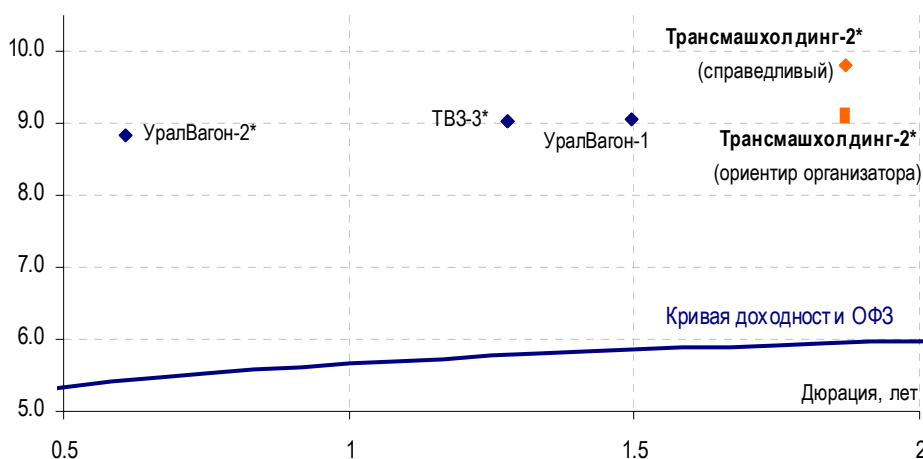
- по состоянию на середину прошлого года ТМХ, по данным проспекта эмиссии, не владел крупными пакетами акций входящих в его состав заводов;
- схема распределения денежных потоков, на наш взгляд, также является непрозрачной: крупнейшие заводы ТМХ (Брянский, Новочеркасский, Коломенский) являются собственниками основных средств, которые сдаются в аренду связанным компаниям.

**В структуре облигационного займа отсутствуют сами локомотивные заводы**

Аналогичными недостатками характеризуется и структура облигационного займа: поручителями по выпуску являются компании-надстройки Новочеркасского, Коломенского и Брянского заводов. Эти компании генерируют выручку и прибыль, но при этом не являются собственниками основных средств. Демиховский машиностроительный завод также является поручителем по займу, однако размер его основных средств также невелик – всего 300 млн руб. Таким образом, наиболее ценный актив ТМХ – производственные мощности крупнейших заводов, — в структуре займа отсутствует.

По нашему мнению, такая структура займа может быть связана с тем, что основные средства заводов уже находятся под обременением. В целом мы считаем обеспечительную структуру выпуска облигаций ТМХ-2 достаточно слабой.

### Доходность облигаций на 14 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Премия к ТВЗ: на низкой прозрачности и высокой долговой нагрузке...**

По нашему мнению, облигации ТМХ должны предлагать премию к бумагам ТВЗ по следующим причинам:

- существенно более высокая операционная и финансовая прозрачность ТВЗ;
- высокая долговая нагрузка ТМХ по сравнению с ТВЗ.

...и к УВЗ — на господдержке

Аналогичным образом, мы считаем, что облигации ТМХ должны торговаться с премией и к бумагам Уралвагонзавода:

- УВЗ является 100% государственным стратегическим предприятием, имеющим высокое оборонное значение;
- Долговая нагрузка УВЗ по итогам 2006 г. выше, чем у ТМХ, однако мы ожидаем, что в 2007 г. УВЗ уменьшит размер долга, а ТМХ – наоборот увеличит.

«Справедливый» спрэд ТМХ: 380-400 б.п. к ОФЗ;

Мы считаем, что премия ТМХ к бумагам ТВЗ должна составлять не менее 70-100 б.п., а к облигациям УВЗ – как минимум 20 б.п. Соответственно, «справедливый» спрэд ТМХ мы оцениваем на уровне не менее 380-400 б.п. к ОФЗ. Оценки организаторов, наоборот, предполагают, что ТМХ должен торговаться с дисконтом к ТВЗ и УВЗ, а спрэд ТМХ, при размещении в рамках ориентиров организаторов составит 300-320 б.п. (УТР: 9.00-9.20%).

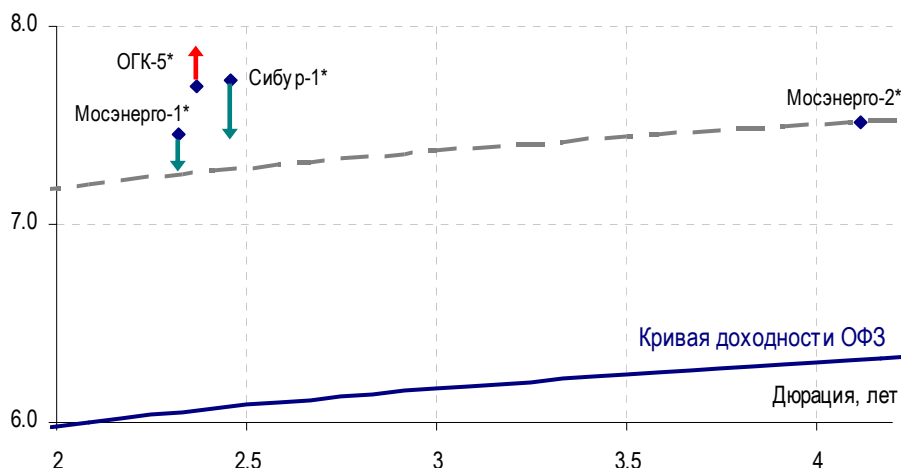
По доходности ниже 9.80% ТМХ выглядит хуже, чем УВЗ и ТВЗ

По нашему мнению, при размещении ТМХ-2 по доходности ниже 9.80%, эта бумага будет гораздо менее привлекательной, чем выпуски УВЗ-1 и ТВЗ-3.

### Рекомендации в «дочках» Газпрома

Мы отмечаем заметную «деформацию» доходностей бумаг компаний, входящих в сферу влияния Газпрома: СИБУР, Мосэнерго:

#### Доходность облигаций на 14 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

СИБУР: сужение спрэдов до уровня Мосэнерго

1. СИБУР, являющийся 100% консолидируемой дочкой Газпрома с сильными собственными бизнес-позициями и отличными финансовыми результатами, предлагает премию по доходности к бумагам Мосэнерго, которая только летом 2007 года должна перейти под контроль газового гиганта.

Единственной проблемой облигаций СИБУРа является небольшой размер выпуска и относительно невысокая ликвидность, поэтому краткосрочные спекуляции с этой бумагой затруднены. Однако в средне- и долгосрочной перспективе СИБУР представляется нам очень хорошей инвестиционной идеей. По нашему мнению, спрэд СИБУРа должен выравниваться с «соседней» Мосэнерго-1, максимальная премия к Мосэнерго: 10 б.п.

**Рекомендация:** покупать СИБУР с ориентиром по цене на уровне 100.80-100.90% от номинала (текущая цена: 100.20-100.30%).

**Мосэнерго-1 недооценена  
по сравнению с  
Мосэнерго-2**

2. В доходностях Мосэнерго мы также видим существенные «искривления»: длинный второй выпуск предлагает премию к доходности первого в размере всего 7 б.п., адекватная разность доходностей между ними (угол наклона кривой ОФЗ) должна составлять 25 б.п.

**Рекомендация:** замещать Мосэнерго-2 на Мосэнерго-1. Ориентир по цене Мосэнерго-1: 100.70-100.80% от номинала (текущая цена: 100.50%).

**ОГК-5 – переоценена  
относительно СИБУРа**

3. По нашему мнению, в цену облигаций ОГК-5 преждевременно включена вероятность перехода компании под контроль Газпрома: в результате ее спрэды даже уже, чем у «дочки» Газпрома – СИБУРа. На наш взгляд, текущая доходность ОГК-5 недостаточна и мы видим фундаментальные причины для расширения спрэдов бумаги. Однако субъективный эффект от того, что ОГК-5 торгуется ниже номинала заставляет участников время от времени активно покупать ее.

**Рекомендация:** воздержаться от увеличения позиций в ОГК-5. «Справедливая» цена: 99.50% от номинала.

## 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

## 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 Михалевиц	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.