



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Облигации РЖД-2 и РЖД-4: рекомендуем покупать

Дата публикации

3 апреля 2006 г.

Алексей Моисеев

258 7946

AMoiseev@rencap.com

Павел Мамай

258 7708

- Нам представляется неоправданным расширение спредов облигаций РЖД-2 и РЖД-4 к ключевой кривой доходности Москвы. В настоящее время выпуски РЖД-2 и РЖД-4 торгуются к кривой доходности облигаций Москвы с премией в **100 б. п.** и **117 б. п.** соответственно.
- Неэффективное ценообразование в данных выпусках, на наш взгляд, связано с размещением в минувший четверг (30 марта 2006 г.) долговых обязательств RAIL (ISIN: XS0249577213), представляющих собой секьюритизированные лизинговые контракты на поставку подвижного состава для РЖД.
- Эмиссия долговых обязательств разделена на три класса: А, В и С. Объем эмиссии облигаций класса А составил 12.57 млрд руб., что предопределяет их ведущую роль среди остальных классов долговых обязательств. Дюрация облигаций класса А составила 2.5 лет, доходность на момент размещения – 7.88% годовых. Объем эмиссии облигаций классов В и С составил 1.11 и 0.122 млрд руб. соответственно.
- Доходность размещенных бумаг предлагает существенную премию к торгующимся рублевым облигациям РЖД-5 с дюрацией 2.57 лет. Размер премии к выпуску РЖД-5, по нашим оценкам, варьируется в диапазоне 90-100 б. п.
- Облигации РЖД-5 были допущены ко вторичным торгам на ММВБ лишь 23 марта 2006 г. и на текущий момент торгуются со спредом в 64 б. п. к ключевой кривой доходности Москвы. Таким образом, размещение облигаций RAIL пока не отразилось на ценообразовании пятого выпуска РЖД.
- В результате эмиссии секьюритизированных долговых обязательств RAIL произошло перераспределение средств инвесторов из краткосрочных выпусков РЖД в пользу более длинных по дюрации инструментов (RAIL) с более привлекательной доходностью.
- При этом долгосрочные выпуски РЖД-6 и РЖД-7 продолжают торговаться с более узкими спредами (**90** и **73 б. п.** соответственно) к ключевой кривой облигаций Москвы, несмотря на высокие риски роста доходности на внешних долговых рынках.
- Облигации РЖД-2 и РЖД-4 выглядят недооцененными с точки зрения относительной стоимости к сопоставимым по дюрации и кредитному качеству облигациям Газпром-3 и Газпром-5. Так, трехлетние облигации РЖД-3 торгуются в настоящее время со спредом в 0-10 б. п. к сопоставимым по дюрации облигациям Газпром-4 и Газпром-6.
- По нашему мнению, справедливое значение спреда краткосрочных облигаций РЖД-2 и РЖД-4 к ключевой кривой доходности Москвы с учетом текущей рыночной конъюнктуры должно быть не выше 70 б. п. (т. е. ниже текущих уровней на 30-50 б. п.).
- Консервативным инвесторам мы рекомендуем покупать облигации РЖД-2 и РЖД-4.

Инструмент	Спред к ключевой кривой доходности Москвы, б. п.	Доходность к погашению, %	Дюрация, лет
РЖД-2	110	6.86	1.58
РЖД-3	79	7.13	3.18
РЖД-4	117	6.73	1.16
РЖД-5	64	6.89	2.57
РЖД-6	90	7.42	3.90
РЖД-7	73	7.48	5.19

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22
Тел.: 258 7777; факс: 258 7778
www.rencap.ru

РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал
Нил Харви
тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

Руководители управления по работе с долговыми обязательствами

Брайан Лазелл
204 4484
blazell@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
258 7946
amoisseev@rencap.com

Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258 7946
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258 7708
Владимир Пантюшин	vpantushin@rencap.com	258 7930
Петр Гришин	pgrishin@rencap.com	258 7789
Валентина Крылова	vkrylova@rencap.com	258 7968
Наргиз Садыхова	nsadykhova@rencap.com	258 4356
Олеся Черданцева	ocherdantseva@rencap.com	783 5693

Клиентские операции

Киран Доннелли	kdonnelly@rencap.com	204 4457
Александр Чекин	atchekine@rencap.com	204 4475
Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258 7943
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258 7769
Денис Арцинович	dartsinovich@rencap.com	258 7985
Илья Ремизов	iremizov@rencap.com	258 4376

Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258 7975
Дмитрий Якушин	dyakushin@rencap.com	204 4466
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258 7982
Александр Семенников	asemennikov@rencap.com	258 7765
Дмитрий Кузнецов	dkuznetsov@rencap.com	783 5655

Синдикация

Артур Плауде	aplaude@rencap.com	725 5218
--------------	--	----------

Структурные продукты

Алистер Куксон	acookson@rencap.com	783 5658
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752

Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258 7764
Оксана Бутурлина	obuturlina@rencap.com	725 5221
Мария Дунаева	mdunaeva@rencap.com	258 7762
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258 7926

Администраторы

Юлия Попова	jpopova@rencap.com	725 5216
Елена Мишина	emishina@rencap.com	258 7974

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.