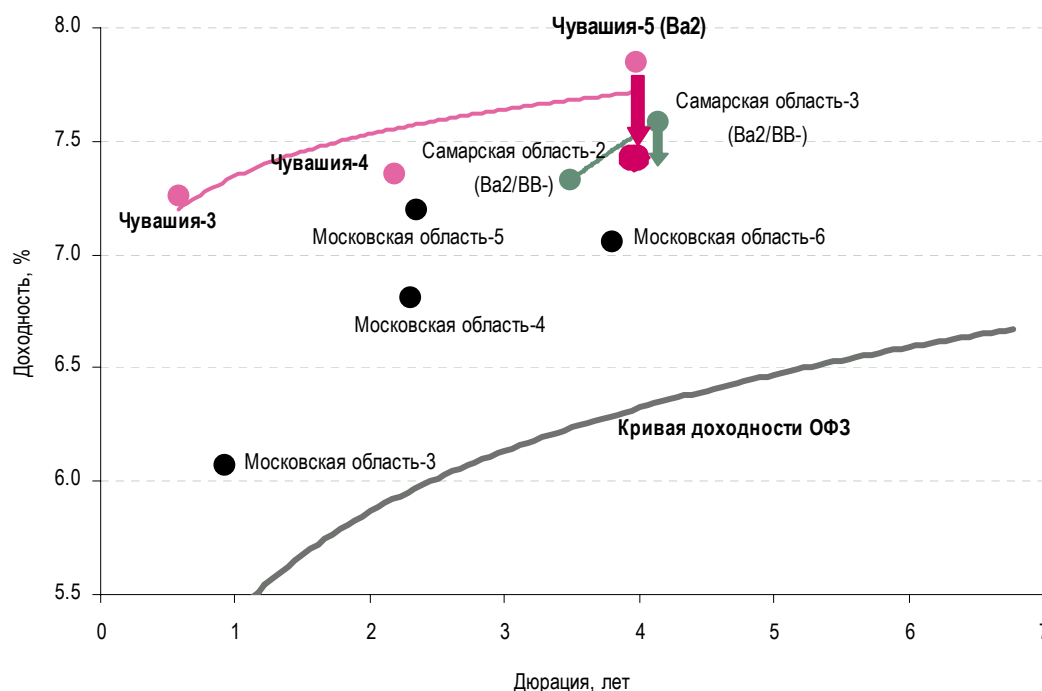


Чувашия-5

Жемчужина на кривой доходности эмитента

- Среди обращающихся на рынке выпусков облигаций региональных эмитентов одним из наиболее недооцененных, на наш взгляд, является выпуск Чувашия-5.
- Потенциал снижения доходности облигаций Чувашия-5 мы оцениваем на уровне 50 б. п., что соответствует росту котировок выпуска почти на 2 п. п. В настоящее время выпуск торгуется на рынке на уровне 100.45%.
- МФК (рейтинг по шкале S&P – AAA, Moody's – Aaa) гарантирует исполнение обязательств в пределах 450 млн руб. Гарантия покрывает все купонные выплаты (392.5 млн руб.), а также 5.75% основной суммы долга (57.5 млн руб.).
- Более высокое качество облигаций Чувашия-5 по сравнению с находящимися в обращении выпусками данного эмитента отражено в кредитном рейтинге агентства Moody's на уровне Ba2.
- На наш взгляд, выпуск Чувашия-5 должен торговаться с нулевым спрэдом к облигациям Самарская область-3, которые также несколько недооценены рынком.

Рисунок 1. Облигации Чувашия-5: место на рынке



Гарантия МФК надежнее государственной

Среди обращающихся на рынке облигаций региональных эмитентов одним из наиболее недооцененных, на наш взгляд, является выпуск Чувашия-5, размещение которого состоялось в июне в условиях крайне неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Очевидно, что текущие уровни котировок выпуска явно не учитывают поручительство по облигациям Международной финансовой корпорации (одного из подразделений Всемирного Банка). Потенциал снижения доходности облигаций Чувашия-5 мы оцениваем на уровне 50 б. п., что соответствует росту котировок выпуска почти на 2 п. п. В настоящее время выпуск торгуется на рынке на уровне 100.45%.

Согласно условиям эмиссии и обращения облигаций Чувашия-5, Международная финансовая корпорация, обладающая высшими кредитными рейтингами (S&P – AAA, Moody's – Aaa), гарантирует исполнение обязательств в пределах 450 млн руб. Таким образом, на настоящий момент гарантия покрывает все купонные выплаты (392.5 млн руб.), а также 5.75% основной суммы долга (57.5 млн руб.).

Более высокое качество облигаций Чувашия-5 по сравнению с находящимися в обращении выпусками данного эмитента отражено в кредитном рейтинге агентства Moody's на уровне Ba2, что на одну ступень превышает кредитный рейтинг самого эмитента. Различие в рейтинге на одну ступень является принципиальным, так как именно с этого уровня рейтинга ценные бумаги подпадают под включение в ломбардный список Банка России. Напомним, что наличие облигации в ломбардном списке автоматически означает возможность их гарантированного принятия Банком России к операциям однодневного РЕПО. Хорошим ориентиром доходности выпуска Чувашия-5 являются облигации Самарской области, рейтинг которых по шкале Moody's также находится на уровне Ba2. На наш взгляд, выпуск Чувашия-5 должен торговаться с нулевым спредом к облигациям Самарская область-3, которые также несколько недооценены рынком (см. рис. 1).

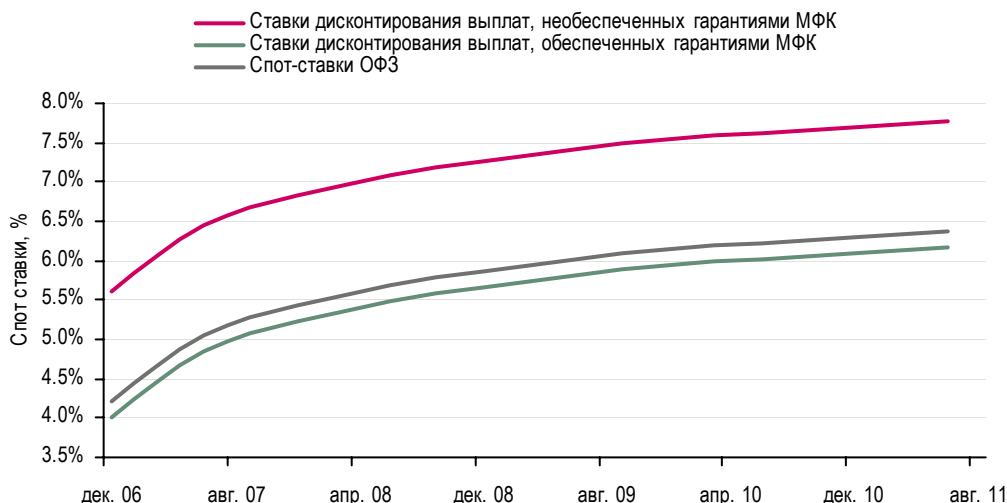
Справедливая стоимость облигаций Чувашия-5: 102.5

При оценке справедливой стоимости облигаций Чувашия-5 мы учли тот факт, что платежи выпуска обладают различным кредитным качеством и, следовательно, должны дисконтироваться по разным ставкам. Часть выплат по выпуску Чувашия-5 гарантированы Международной финансовой корпорацией и, следовательно, должны дисконтироваться по более низким ставкам, чем платежи, не покрываемые гарантией.

При расчете справедливой стоимости облигаций Чувашия-5 все купонные выплаты, а также 5.75% номинала мы дисконтируем по ставкам, соответствующим рублевому выпуску норвежской компании Eksportfinans ASA (по шкале S&P рейтинг AA+, по шкале Moody's – Aaa). Оставшиеся 94.25% основной суммы долга дисконтируются по процентным ставкам негарантированного долга Чувашии.

В качестве ключевых ставок мы используем кривую спот-ставок ОФЗ. Облигации Eksportfinans в настоящий момент торгуются, по нашим оценкам, с дисконтом 20 б. п. к доходностям ОФЗ, что позволяет сформировать кривую ставок для дисконтирования обеспеченных гарантией платежей. Спред к ОФЗ необеспеченного гарантиями выпуска Чувашия-4 составляет в среднем 140 б. п., что определяет ставку для дисконтирования 94.25% номинала Чувашия-5. При кредитном спреде облигаций Чувашии на уровне 140 б. п. справедливая стоимость выпуска Чувашия-5 составляет около 102.5, что почти на два процентных пункта выше текущих котировок на покупку. Потенциал снижения доходности выпуска составляет около 50 б. п.

Рисунок 2. Ставки дисконтирования выплат по облигациям Чувашия-5



Источники: ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

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 могут 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

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Давид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Николай Подгузов
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantushin@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана 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 настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК 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. 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. ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации: брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000 дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000 депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100