

## КОНЪЮНКТУРА

Активное обсуждение в средствах массовой информации, сложившейся на рынке ипотечного кредитования в США привело к росту панических настроений на долговом рынке, в результате которых продолжился процесс «бегства в качество», доходность UST10 снижалась практически до 4.75% годовых. При этом российские суверенные облигации, хоть и незначительно, но потеряли в стоимости, спрэд RUS30 к американской «десятке» расширился аж до 135-140 б.п.

Когда и чем закончится очередная серия «ипотечного» кризиса, сказать достаточно сложно, так как в прошлые разы, новости отыгрывались на рынке в течение нескольких дней, а влияние последних ощущается уже на протяжении недели. Пока же, до тех пор, пока напряжение не утихнет, доходность treasuries будет находиться на достаточно низком уровне, хотя спрэд к российским суверенным выпускам становится достаточно интересным.

Пессимизм инвесторов на мировом рынке отразился и на российском сегменте. Припали котировки ОФЗ и голубых фишек, хотя необходимо отметить, что спрос при первичных размещениях оставался на высоком уровне.

На текущей неделе не исключаем, что небольшое падение котировок на неагрессивных продажах может продолжиться, ждем чем разрешится ситуация на ипотечном рынке в США.

## НОВОСТИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Конъюнктура ограничила объем новых размещений – на предстоящей неделе всего три эмитента планируют выйти на аукционы со своими займами (на общую сумму 2.5 млрд рублей): Держава-Финанс, 1 на 1 млрд рублей, ИнтехБанк, 1 на 500 млн рублей, Сибкакадеминвест, 1 на 1 млрд рублей. Кроме того, на среду намечено доразмещение выпуска ОФЗ 25061 на 7 млрд рублей.

## НОВОСТИ

S&P поместил рейтинг ОАО «Торговый Дом «КОПЕЙКА» в список CreditWatch с негативным прогнозом, аргументируя это резко возросшим долгом компании и отказом от публикации результатов деятельности по МСФО за 2006 г.

Владелец компании «Русснефть» Михаил Гуцериев все же принял решение о ее продаже. Потенциальным покупателем называют Олега Дерипаску.

За 23 дня июля инфляция в России составила 0.8%.

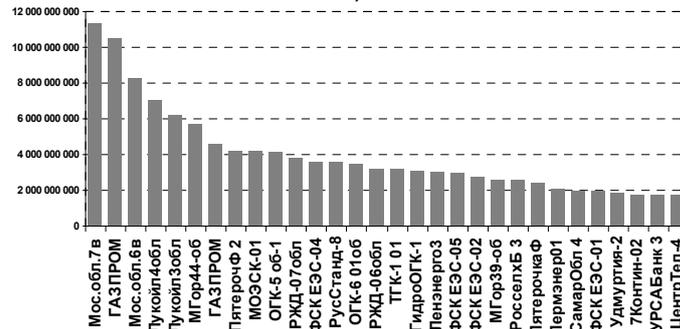
## РЕКОМЕНДАЦИИ

Рекомендация по рублевому сегменту в целом пока сохраняется «держатъ». Основное внимание – на денежно-кредитную политику ЦБ и развитие ситуации по ипотеке в США, которое может определить действие иностранных инвестор на российском рынке.

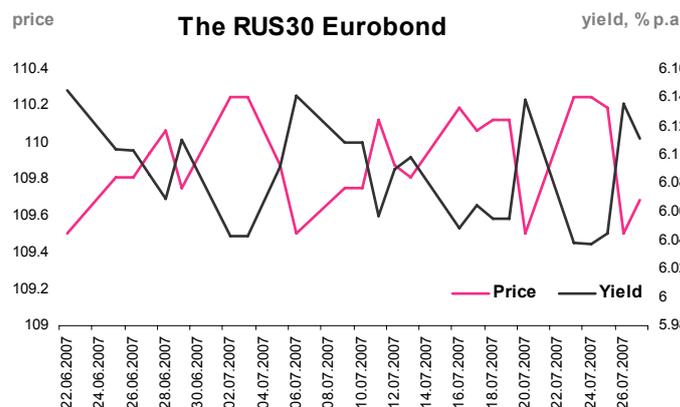
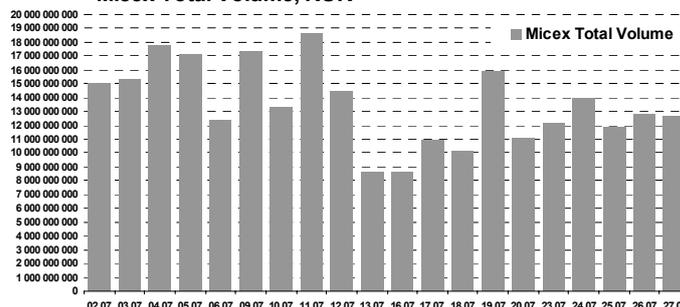
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

Рублевые облигации	стр. 2-11
Еврооблигации	стр. 12

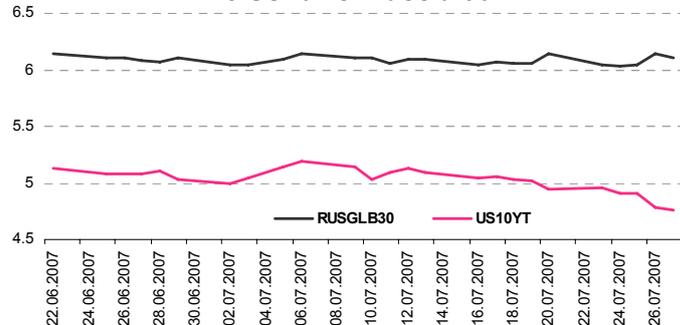
Most Traded Ruble Issues, RUR



Micex Total Volume, RUR



The US10 vs. Russia 30



### Контакты:

Отдел анализа долговых рынков	+7 (495) 641 44 14
<i>Владимир Малиновский</i>	<i>V.Malinovskiy@cf.ru</i>
<i>Евгений Воробьев</i>	<i>E.Vorobiev@cf.ru</i>
<i>Александр Чайкун</i>	<i>A.Chaykun@cf.ru</i>

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

### Конъюнктура вторичного рынка

Конъюнктура мировых финансовых рынков привела к коррекции и российских рублевых облигаций. В наибольшей степени продажи затронули долгосрочные выпуски ОФЗ и голубые фишки корпоративного сегмента. Впрочем, падение цен не превышало 0,3-0,5%. Стоит отметить, что массовых продаж на рынке не замечено, и выходили из бумаг не нерезиденты, а некрупные местные финансовые институты. Кроме того, проходящие аукционы демонстрируют сохранение высокого интереса к облигациям.

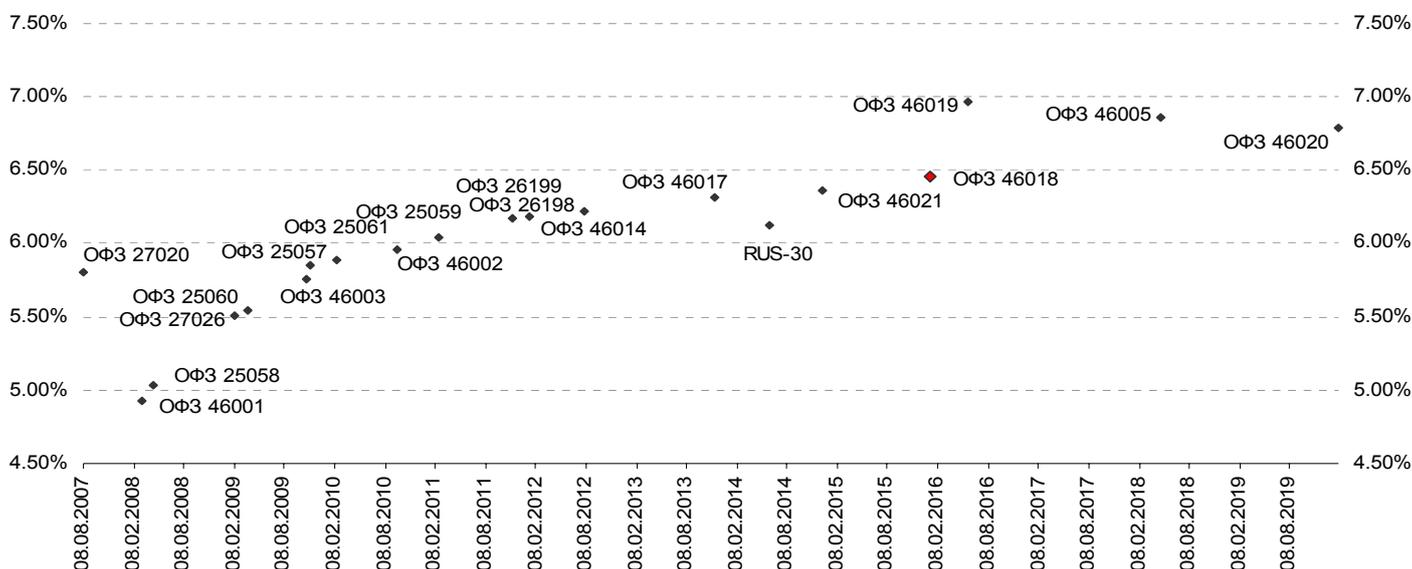
Таким образом, считаем нецелесообразным агрессивно сокращать сформированную позицию, общая позиция по рынку сохраняется «держатъ». При необходимости увеличения портфеля, предпочтение отдавать все же относительно краткосрочным займам второго-третьего эшелона.

Агентство Standard&Poor's поместило рейтинг ОАО «Торговый Дом «КОПЕЙКА» в список CreditWatch с негативным прогнозом. Основанием для такого решения стало увеличение долговой нагрузки компании в 2006 году, а также решение ее руководства не публиковать годовую отчетность в соответствии с международными стандартами. Отметим, что в принципе о большом объеме обязательств эмитента была известно и ранее, при размещении последнего займа в феврале приводилась информация за 9 месяцев 2006 года: отношение долг/ЕБИТДА превышало 6. А в основе прайсинга лежала возможность поддержки акционером – «Уралсибом». Таким образом, реально ситуация не изменилась, но рост доходности выпусков «Копейки» на вторичных торгах вполне возможен.

Президент «Русснефти» Михаил Гучериев, несмотря на то, что совсем недавно отрицал возможность продажи компании, все же принял решение о выходе из состава акционеров, о чем сообщают «Ведомости». В качестве основных претендентов на покупку называют Олега Дерепаску. Для бондов эту новость можно рассматривать как положительную, так как, скорее всего сделка позволит урегулировать большинство претензий к компании. Не исключаем роста котировок займа до уровня, близкого к номинальной стоимости, хотя считаем, что риски, хотя и значительно снизились, но все же сохраняются.

Согласно последним данным, инфляция в России за 23 дня июля составила 0,8%, по прогнозам МЭРТ за весь месяц она вырастит до 0,9-1,1% (0,7% за июль 2006 года). По заявлениям министра Финансов Алексея Кудрина, правительство не собирается пересматривать прогноз на 2007 год, но не видит ничего страшного, если рост цен превысит целевой уровень 8%. Вместе с тем, мы сохраняем позицию, что ЦБ будет всеми силами пытаться уложиться в официальные ориентиры, что может оказать влияние и на долговой рынок (подробнее в недельном обзоре N29 за 2007 год).

На среду, 1 августа намечено доразмещение выпуска ОФЗ 25061 на 7 млрд рублей. Доходность займа на вторичном рынке к погашению в мае 2010 года составляет порядка 5,90% годовых. Не исключаем, что по итогам аукциона к этому уровню будет предоставлена премия порядка 5-7 б.п.



## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

### Первичный рынок

Совокупный объем новых размещений на текущей неделе составит 18,25 млрд рублей. Наиболее интересными из них считаем аукционы по облигациям Авиакомпании Сибирь,1 на 2,3 млрд рублей, а также Кубанэнерго,1 и Северсталь-авто,1 на 3 млрд рублей каждый.

Выпуск	Объем эмиссии, руб.	Дата начала размещения
Держава-Финанс, 1	1 000 000 000	31.07.2007
ИнтехБанк, 1	500 000 000	02.08.2007
Сибкакадеминвест, 1	1 000 000 000	03.08.2007
<b>ИТОГО</b>	<b>2 500 000 000</b>	

Объем эмиссии	RUR 1 000 000 000
Дата начала размещения	31.07.07
Поручительства	ОАО «Романовский Комбинат Хлебопродуктов» ОАО «Балахнахлебопродукт» ООО «Варениковский Комбикормовый Завод»

### «Держава-Финанс», 1

#### Основные направления деятельности Группы «Держава»:

- Торговля зерном (42% выручки Группы за 2006 год);
- Производство муки и комбикормов (22% выручки);
- Производство круп (15% выручки);
- Производство комплектующих для сельхозтехники (12% выручки);
- Производство зерна, мяса птицы, мясомолочное животноводство (9% выручки).

В настоящий момент совокупные мощности Группы «Держава» по хранению зерна составляют 280 тыс. тонн; по производству муки – 120 тыс. тонн/год; площадь сельхозугодий – 80 тыс. га; объем валовой переработки зерна - 650 тыс. тонн/год.

По данным меморандума, Группа «Держава» занимает 9% рынка круп и 25% рынка пшена в России.

**Цель облигационного займа:** 60% привлеченных средств планируется направить на расширение основной деятельности Группы «Держава» и 40% - на рефинансирование краткосрочного кредитного портфеля.

#### Позитивные факторы:

- Планы по дальнейшему развитию бизнеса:
  - в течение 2007 года планируется инвестировать USD20 млн в техническое перевооружение ООО «Подлесовская птицефабрика»
  - Группа расширяет объемы производства нового вида продукции - топливных гранул из отходов зернового производства
  - Группа в 2007 году намерена организовать производство овсяных и ячменно-пшеничных круп на базе приобретенного ООО «МКЗ»; инвестиции в проект составят около USD10 млн.

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

### Первичный рынок

- Рост финансовых показателей (по консолидированной неаудированной отчетности Группы за 2006 год):
  - Рост выручки, чистой прибыли, EBITDA Группы на 9-25%
  - Рост активов на 52% (+1 935 млн. руб.)
  - Рост собственного капитала на 67% (+1 119 млн. руб.)
- Высокая эффективность деятельности Группы: рентабельность по EBITDA 12.8%, рентабельность по чистой прибыли 9.1%;
- Приемлемая долговая нагрузка (финансовый долг/активы: 27.4%; финансовый долг/EBITDA: 2.7x);
- С 2007 года на складских мощностях Группы «Держава» будут храниться запасы государственного зернового фонда.

#### Негативные факторы:

- Высокая зависимость бизнеса Группы от цен на зерновые - совокупная доля выручки Группы от операций с зерном (торговля, переработка) - 79%;
- Отраслевой риск – Группа «Держава» работает в сфере сельского хозяйства:
  - зависимость отрасли от погодных условий (как следствие - значительные колебания цен на зерновые, что влияет на эффективность деятельности по основным направлениям бизнеса Группы - «торговля зерном» и «производство муки и комбикормов»)
  - существует перспектива вступления России в ВТО, что усилит позиции иностранных производителей и импортеров с/х продукции
  - риск эпидемий (птичий грипп) по направлению «птицеводство»

#### Показатели консолидированной неаудированной отчетности с/х производителей за 2006 год (в млн. руб.):

Показатель	Группа «Держава» за 2005 год	Группа «Держава» за 2006 год	Динамика, в % (абс.)	Группа «Аркада» за 2006 год
Выручка	3 790	4 510	19% (+720)	7 023
EBITDA	462	577	25% (+115)	559
Чистая прибыль	377	410	9% (+33)	147
Активы	3 738	5 673	52% (+1935)	4 369
Финансовый долг	846	1 555	84%(+709)	2 580
Собственный капитал	1 662	2 781	67%(+1119)	970
Финансовый долг/Активы	22.6%	27.4%	+4.8 п.п.	59.1%
Финансовый долг/EBITDA	1.8x	2.7x	+0.9x	4.6x
Рентабельность EBITDA	12.2%	12.8%	+0.6 п.п.	8.0%

**ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА.** В настоящее время на рынке торгуется три выпуска облигаций Группы «Аркада» («Аркада», 1, 2 и 3; эффективная доходность последнего выпуска «Аркада», 3 к оферте 02.10.08 – 13.5%). Аналогично Группе «Держава», основными направлениями деятельности Группы «Аркада» являются оптовая торговля и переработка зерна.

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

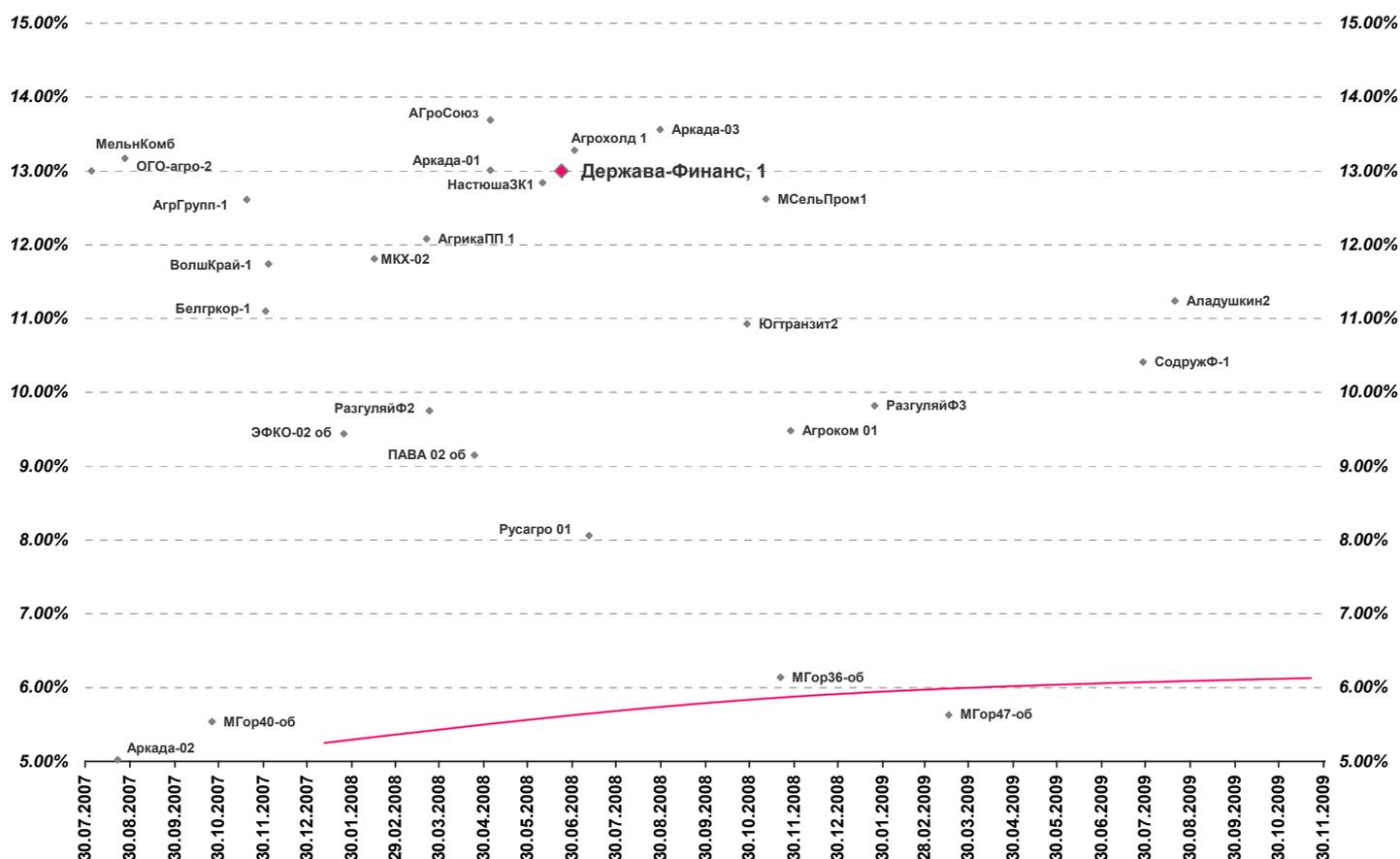
Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

### Первичный рынок

Мы оцениваем кредитное качество Группы «Держава» выше, чем у Группа «Аркада»: несмотря на большую выручку Группы «Аркада» (больше в 1.6 раза), Группа «Держава» владеет большим объемом активов и собственного капитала (активы – 5.7 млрд. руб. против 4.3 млрд. руб.; собственный капитал – 2.7 млрд. руб. против 1 млрд. руб.); также Группа «Держава» работает эффективнее, имея лучшие показатели финансового долга, рентабельности.

С учетом вышесказанного, считаем прогноз организаторов выпуска «Держава-Финанс»,<sup>1</sup> на уровне 13,9% -14,0% к годовой ofercie пессимистичным, и полагаем, что справедливая доходность выпуска к годовой ofercie составляет 12,8% – 13,3%.

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** По результатам 2006 года Группа «Держава» демонстрирует рост основных показателей деятельности, хороший уровень рентабельности и долговой нагрузки. Однако Группа работает в высокорисковой сфере сельского хозяйства, бизнес в значительной степени зависит от колебаний цен на зерно, поэтому считаем, что вложения в выпуск «Держава-Финанс»,<sup>1</sup> связаны с повышенным риском.



## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

Несмотря на отсутствие новой информации по ситуации в сегменте subprime ипотечного рынка США, инвесторы практически всю предыдущую неделю активно отыгрывали потенциал негативного влияния этого фактора на американскую экономику. «Бегство в качество» привело к снижению доходности UST10 еще на 20 б.п. по сравнению с уровнем на начало недели, а спрэд к российской «тридцатке» расшился до 130-140 б.п. При этом доходность самой RUS30 выросла не более чем на 10 б.п.

Снижение спроса и требование премии за конъюнктуру уже привело к росту стоимости заимствования для эмитентов и переносу сроков размещений новых займов. Коснулось это и российских эмитентов. Так, совсем недавно перенесла размещение своих евробондов Роснефть; на прошедшей неделе, Газпром, планировавший выпускать 10-ти и 30-ти летние займы, сначала отказался от «десятки», а потом решил отложить прайсинг и по «тридцатке». И это несмотря на то, что озвученный ранее диапазон доходности по бондам подразумевал премию порядка 10-15 б.п. к уровню вторичного рынка. Ранее, по информации СМИ, МДМ перенес сделку по секьюритизации автокредитов на \$400 млн, ВТБ-24 отложил выпуск ипотечных облигаций на \$500 млн, аргументируя это нежеланием платить дополнительные средства за негативную конъюнктуру.

Сказать чем, в каких масштабах и когда на этот раз закончится очередная серия «ипотечного кризиса» достаточно сложно. Ранее реакция на новости по этой тематике не превышала нескольких дней, после чего информация пропадала из газет и инвесторы постепенно успокаивались. В этот же раз, несмотря на то, что никакой новой информации, по сути, не появляется, тема ипотечного рынка активно муссируется в различных СМИ, а любая оценка движения рыночной конъюнктуры, как в акциях, так и облигациях начинается со слова «subprime». Постоянное напоминание о проблеме поддерживает продажи и переход инвесторов в treasures.

На текущей неделе влияние на котировки способны оказать публикация инфляционного индексов «PCE» и «Доверия потребителей» во вторник, данных по производственным заказам и заказам на товары длительного пользования в четверг, а также о количестве новых рабочих мест (Nonfarm Payrolls) в пятницу.

### Календарь выхода макроэкономических показателей в США

дата	Время, Мск		период	прогноз	прежнее
31/07	16.30	Личное потребление в США	июн	+0,20%	+0,50%
31/07	16.30	Личные доходы в США	июн	+0,50%	+0,40%
31/07	16.30	Стоимость рабочей силы в США	Q2	+0,90%	+0,80%
31/07	16.55	Розничные продажи в США за неделю (Redbook, мес/мес)	---	----	+0,50%
31/07	17.00	Индекс NARM Нью-Йорка	июл	----	451,50
31/07	17.45	PMI Чикаго	июл	58,00	60,20
31/07	18.00	Расходы на строительство в США	июл	+0,20%	+0,90%
31/07	18.00	Потребительское доверие в США	июл	105,00	103,90
01/08	01.00	Доверие потребителей в США за неделю от ABC/WashP	---	----	-5,00
01/08	16.15	Число новых рабочих мест в США от ADP	июл	100.000	150.000
01/08	18.00	PMI производственного сектора США от ISM	июл	55,50	56,00
01/08	18.00	Число домов, выставленных на продажу в США	июн	-0,60%	-3,50%
01/08	18.30	Запасы нефти в США за неделю			
01/08	н/д	Продажи автомобилей в США (млн)	июл	----	7,79
02/08	15.00	Ставка Банка Англии	авг	5,75%	5,75%
02/08	15.45	Ставка ЕЦБ	авг	4,00%	4,00%
02/08	16.30	Обращения за пособием по безработице в США за неделю	---	310.000	301.000
02/08	16.30	Общее число безработных в США (млн)	---	2,54	2,545
02/08	18.00	Фабричные заказы в США	июн	+1,00%	-0,50%
03/08	16.30	Почасовая оплата труда в США	июл	+0,30%	+0,30%
03/08	16.30	Средняя продолжительность рабочей недели в США (часов)	июл	33,90	33,90
03/08	16.30	Число новых рабочих мест в США	июл	130.000	132.000
03/08	16.30	Безработица в США	июл	4,50%	4,50%
03/08	17.40	Инфляционное давление в США от ECR1	июл	----	117,80
03/08	18.00	PMI сектора услуг США от ISM	июл	59,00	60,70

Источник: Reuter

## Департамент долговых Рынков

### Отдел Продаж

+ 7 (495) 641 4414

Анна Грицаенко

Андрей Марюшкин

Антон Кихаев

Михаил Хазан

Наталья Газиева

Ирина Зеленцова

### Международные Продажи

Дмитрий Большов

+ 7 (495) 783 31 75

Дмитрий Романов

+ 7 (495) 783 31 75

Вероника Щедрина

+ 7 (812) 332 35 28

## Аналитическое Управление

+ 7 (495) 641 4414

### Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств

[V.Malinovskiy@cf.ru](mailto:V.Malinovskiy@cf.ru)

### Евгений Воробьев

Старший аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

[E.Vorobiev@cf.ru](mailto:E.Vorobiev@cf.ru)

### Александр Чайкун

Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

[A.Chaykun@cf.ru](mailto:A.Chaykun@cf.ru)

г. Москва,  
ул. Знаменка, д.7, стр.3  
тел. (495) 641 4414

г.Санкт-Петербург,  
Невский пр., д. 38  
тел. (812) 326 13 05, (812) 702 41 02

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительно абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на кратко- и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс».