

Монитор первичного рынка

Объединенные кондитеры: шоколадная доходность

Объединенные Кондитеры – крупнейший российский производитель кондитерских изделий, объединяющий в общей сложности 15 предприятий, в том числе любимые и знакомые всем с детства фабрики Красный Октябрь, Рот Фронт и Бабаевский.

В 2007г. компания приняла решение о приобретении Рылского агропромышленного комплекса и компании «Русский шоколад», а также получила 100%-ный контроль над предприятием ОАО МПК «Крекер». В прошлом году Кондитеры завершили перенос производства Красного Октября на площадку Бабаевского, который спровоцировал снижение объема производства в натуральном выражении и привел к сокращению рыночной доли компании по ряду категорий производимой продукции.

Мы опасаемся, что предстоящий перенос производства Рот Фронта может таким же образом отразиться на показателях компании в ближайшие годы. В то же время на данный момент кредитное качество Кондитеров не вызывает у нас сомнений, а возросшая долговая нагрузка пока находится в пределах допустимой нормы.

Мы рекомендуем инвесторам не упустить случай и принять участие в размещении Кондитеров, которое, исходя из ориентиров организатора, может предоставить инвесторам чистую премию в размере 40-90 б. п.

Анастасия Михарская
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Желдорипотека: 700 б. п. премии к РЖД!

Основное направление деятельности Желдорипотеки – финансирование строительства жилья с последующей его продажей работникам ОАО «РЖД». В рамках реализации отраслевой ипотечной программы компания ведет свою деятельность на 16 из 17 железных дорог – филиалов ОАО «РЖД».

Организаторы займа ориентируют рынок на ставку купона на уровне 13-13.5 %, что соответствует доходности к оферте на уровне 13.42-13.96 %. Спрэд к кривой РЖД при таких уровнях доходности составляет около 650-710 б. п.

Наиболее привлекательно участие в предстоящем аукционе инвесторам, придерживающимся стратегии buy-and-hold. Таким инвесторам участие обеспечит доходность почти 14 % на год с достаточно низким уровнем риска. Вместе с тем, игроки рынка, рассматривающие возможность покупки данного выпуска, должны учитывать существенный навес квази-долга РЖД.

Исходя из того, что под доходность около 13.55 % на рынке достаточно легко можно купить 1-й выпуск Желдорипотеки (дюрация – 1.04 года), мы рекомендуем выставлять заявки со ставкой купона от 13.1 %, что дает доходность к годовой оферте (дюрация – 0.97 года) на уровне 13.53 %.

Наталья Ковалева
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ЗАО "Желдорипотека"	ООО «Объединенные Кондитеры-Финанс»
Серия выпуска	2	2
Объем выпуска, млн. руб.	2500	3000
Гос. номер	4-02-29168-Н	4-02-36190-Р
Дата начала размещения	24.04.2008	23.04.2008
Срок погашения/ оферта, лет	4 года/ 1 год	5 лет / 1 год
Дата погашения	19.04.2012	21.05.2010
Организаторы	ТрансКредитБанк, ИБ ТРАСТ, БФА	Райффайзенбанк
Место обращения (Listing)	ММББ	ММББ
Web	www.zdi.ru	www.uniconf.ru
Прогноз		
Ставка купона, % год.	13.1 - 13.5	10.14 - 10.62
Рекомендуемая доходность для участия, %	13.53 - 13.96	10.40 - 10.9
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	760 - 800	445 - 495

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Содержание

Объединенные кондитеры: шоколадная доходность.....	2
Желдорипотека: 700 б. п. премии к РЖД!.....	6

Объединенные кондитеры: шоколадная доходность

Выпуск облигаций серии 02

Анастасия Михарская
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ООО «Объединенные Кондитеры-Финанс»	
Серия выпуска	1	2
Объем выпуска, млн. руб.	3000	3000
Гос. номер	4-01-36190-R	4-02-36190-R
ISIN	RU000A0JP8J5	
Дата начала размещения	23.05.2007	23.04.2008
Срок погашение/ оферта, лет	3 года/ 5 лет	1 год/ 5 лет
Дата погашения	16.05.2012	17.04.2013
Организатор(ы)	Райффайзенбанк	Райффайзенбанк
Место обращения (Listing)		ММВБ
Web	www.uniconf.ru	
Итоги аукциона по размещению облигаций:		прогноз
Ставка купона, % год.	7.70	10.14 - 10.62
Доходность к оферте/ погашению, %	7.85	10.40 - 10.9
Базов. актив	Z-Curve	Z-Curve
Спрэд, б.п.	185	445 - 495

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Объединенные кондитеры (далее Кондитеры, компания) – крупнейший российский производитель кондитерских изделий, объединяющий в общей сложности 15 предприятий. Общий объем продаж компании в натуральном выражении в 2007 г. составил 279 тыс. т, сократившись по сравнению с 2006 г. (284.7 тыс. т) на 2 %.

По сравнению с началом прошлого года, когда компания размещала предыдущий выпуск и мы подробно анализировали Объединенных кондитеров, у эмитента произошли определенные изменения.

Последние события

- В рамках стратегии укрепления вертикальной интеграции компания приобрела Рыльский агропромышленный комплекс, включающий агрокомпанию и завод по производству сахара. Сделку планируется закрыть в ближайшее время.
- Было принято решение о покупке компании «Русский шоколад». Сделка также пока не закрыта.
- Кондитеры получили 100%-ный контроль над предприятием ОАО МПК «Крекер».
- Был завершен перенос производства Красного Октября на площадку Бабаевского.

За последний год доля рынка Объединенных кондитеров сократилась по определенным видам производимой продукции, по другим категориям доля выросла:

- доля конфет в коробках упала с 20 до 18 % на начало 2007 г.;
- доля весовых конфет, напротив, снизилась с 37 до 33 %;
- доля карамели выросла с 24 до 25 %;
- доля шоколадных плиток увеличилась с 15 до 16 %.

Всего по оценкам ACNielsen доля Кондитеров на рынке российских кондитерских изделий снизилась на 1 % и на начало 2008 г. составляла 13 %.

Профиль эмитента

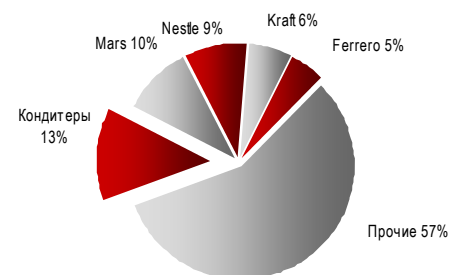
Основным видом продукции, выпускаемой Кондитерами, являются наиболее востребованные на рынке конфеты (47 % выручки по итогам 2007 г.) и карамель (20 %), производство которых растет на протяжении последних лет.

Основные бренды Кондитеров: Аленка, Бабаевский, Рот Фронт и Вдохновение, причем, Аленка существенно опережает остальные бренды по объему продаж в натуральном выражении.

Продукция компании ориентирована на средне- и нижнеценовой сегменты, на которые приходится 63.53 % и 36.47 % продаж в стоимостном выражении соответственно.

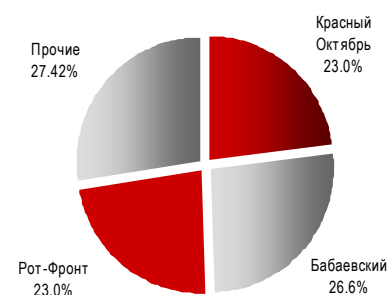
Ключевыми фабриками компании, на долю которых по итогам 2007 г. пришлось 74 % совокупной выручки Кондитеров, являются Красный Октябрь (23 %), Бабаевский (26.6 %) и Рот Фронт (23 %).

Крупнейшие игроки российского рынка кондитерских изделий



Источник: ACNielsen

Распределение выручки по основным предприятиям Кондитеров



Источник: компания

Плюсы

- Довольно высокая для пищевого сектора рентабельность
- Умеренная долговая нагрузка
- Лидирующие позиции на рынке кондитерских изделий
- Бренды, приверженность к которым формировалась у потребителей десятилетиями

Минусы

- Отсутствие рейтингов
- Снижающаяся доля рынка
- Ухудшение кредитных характеристик: рост долга и снижение рентабельности
- Перенос производства Рот Фронта может вновь отразиться на объеме производства и рыночной доле компании

Акционерами компании являются Группа «Гута» (75 % – 1 акция) и Правительство Москвы (25 % + 1 акция).

Дистрибуция

Доля реализации продукции Кондитеров посредством организованных торговых сетей постепенно увеличивается: так, с 2005 по 2007 гг. эта доля выросла с 6.7 до 12.9 %. Большая часть продаж – 84.9 % – по-прежнему приходится на оптовых поставщиков и независимых дистрибьюторов.

Инвестиционная программа

Все средства, привлеченные с помощью данного облигационного займа (3 млрд руб.), будут направлены на реализацию инвестиционной программы.

Ранее общий объем инвестиций в 2006-2008 гг. был утвержден компанией в размере 9 млрд руб. Однако по информации, предоставленной в информационном меморандуме, объем инвестиций, осуществленных в 2006-2007 гг., уже превысил 10.8 млрд руб. (~\$ 400 млн). Новая инвестиционная программа на 2008-2012 гг. составляет 16 млрд руб. и предусматривает в том числе перевод фабрики Рот Фронт на новую производственную площадку, на что в ближайшие годы будет потрачено 3.5 млрд руб.

Перебазирование Рот Фронта на новую производственную площадку, как и перенос производства Красного Октября, осуществляются во исполнение программы Правительства Москвы по выводу промышленных предприятий из центра города.

Финансовые показатели

Начиная с 2003 г. ОАО «Холдинговая компания «Объединенные кондитеры» составляет консолидированную отчетность согласно МСФО. Последняя отчетность, опубликованная компанией, – результаты деятельности за 9 месяцев 2007 г.

Финансовые показатели Объединенных Кондитеров, МСФО, \$ млн.

	2005	2006	9М2006	9М2007	Изм-е, %
Выручка	636.3	763.0	476.4	549.1	15%
ЕБИТДА	109.5	128.3	71.0	71.9	1%
Чистая прибыль	67.9	77.7	41.4	35.0	-16%
Активы	381.6	556.2	491.5	766.2	38%
Долг	18.2	50.1	33.7	323.3	546%
СК	290.1	397.0	353.9	327.1	-18%
Рент-ть ЕБИТДА	17.2%	16.8%	14.9%	13.1%	
Чистая рент-ть	10.7%	10.2%	8.7%	6.4%	
Долг/Выручка*	2.9%	6.6%	7.1%	58.9%	
Долг/ЕБИТДА	0.2	0.4	0.4	3.4	
ЕБИТДА/Проценты	-	67.1	57.9	16.4	
Долг/Активы	5%	9%	7%	42%	
Долг/СК	6%	13%	10%	99%	
Долгоср. долг/ Долг	83%	53%	60%	94%	

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Перевод производства Красного Октября на площадку Бабаевского практически не вызвала снижения объема выручки по сравнению с прошлым годом, однако вынужденная приостановка производства одной из ключевых фабрик компании стала причиной снижения объема производства завода в натуральном выражении. В то же время, благодаря росту цен на кондитерские изделия провала выручки не последовало – более того, за 9 месяцев 2007 г. рост выручки год к году составил 13 % (в руб.).

Рентабельность ЕБИТДА также оказалась под давлением вследствие роста коммерческих и административных расходов. В целом можно отметить тенденцию сокращения операционной рентабельности компании в последние годы, что мы в первую очередь связываем с довольно с острой конкуренцией на рынке.

Активы компании с начала года увеличились на 38 %, что стало следствием активной деятельности на рынке M&A, описанной нами выше.

Существенное снижение объема собственного капитала связано с выкупом Кондитерами 16.68 % собственных акций у миноритарных акционеров за 3.2 млрд руб. Для финансирования сделки компания привлекла займ на сумму 2.4 млрд руб. сроком погашения до 23 ноября 2009 г.

За последние два года Кондитеры существенно увеличили объем долга. Так, если на начало 2007 г. задолженность составляла всего \$ 50 млн, то по состоянию на 1 марта 2008 г. кредитный портфель компании уже достиг порядка \$ 350 млн. Более трети этого

объема приходится на обращающийся рублевый займ объемом 3 млрд руб. (\$ 125 млн), на непогашенный остаток вышеобозначенного займа от связанных сторон на сумму 2.2 млрд руб. (\$ 92 млн) приходится около 26 % кредитного портфеля компании. Долгосрочные валютные займы Сбербанка и Коммерцбанка составляют \$ 112 млн, или 32 % кредитного портфеля.

По нашим оценкам, соотношение Долг/ЕБИТДА на конец 2007 г. не превышало 2.5X и, согласно нашим расчетам, основанным на прогнозах компании, не должно выйти за пределы 2.0-2.5X по итогам 2008 г., однако, учитывая оговорку компании, что при наличии привлекательных активов Кондитеры вынуждены будут привлечь дополнительное финансирование, вполне вероятно, что объем долга увеличится в большей степени, чем запланировано компанией.

Поскольку компания генерирует существенный денежный поток от операционной деятельности, Объединенные кондитеры имеют возможность развиваться за счет собственных средств.

Вывод

Благодаря стабильному операционному потоку и хорошей рентабельности Объединенные кондитеры имеют возможность финансирования за счет собственных средств. Значительный рост стороннего финансирования не вызывает у нас опасений, поскольку даже с учетом привлеченных займов долговая нагрузка Кондитеров остается умеренной.

Несмотря на стремительный рост долга компании, Кондитеры остаются качественным эмитентом с высокой финансовой прозрачностью. К минусам можно отнести снижающуюся маржу и потерю доли рынка вследствие переноса производства Красного Октября. В то же время, стоит отметить довольно высокую оперативность компании – перенос производства одной из ключевой фабрик мог вызвать значительно более существенный провал в объеме производства и привести к более значительному сокращению доли рынка.

Основные риски связаны с переносом на этот раз уже производственной площадки Рот Фронта, что также может вызвать снижение объема производства в натуральном выражении и дальнейшее снижение доли рынка.

Сравнительный анализ

В качестве бенчмарка для Кондитеров мы выбираем ВБД, который подходит для этой роли благодаря ведущим позициям на рынках своего присутствия, а также высокому кредитному качеству. Кроме того, облигации ВБД являются традиционным ориентиром для бумаг качественных эмитентов потребительского сегмента.

Как следует из финансовых показателей по итогам 9 месяцев 2007 г., ВБД и Кондитеры по рентабельности практически сравнялись. В то же время, у Кондитеров традиционно более высокие продажи и рентабельность наблюдаются именно в 4-м квартале, поскольку потребители покупают большой объем кондитерских изделий в качестве подарков и угощений накануне новогодних праздников, в том числе большим спросом пользуются высокомаржинальные группы изделий, например конфеты в коробках. В результате по итогам года рентабельность ЕБИТДА могла оказаться выше.

Кондитеры также имеют лучшее покрытие процентов, однако соотношение долга к выручке и активам у ВБД ниже. Что касается показателя Долг/ЕБИТДА, то, по нашим оценкам, у Объединенных кондитеров он составил около 2.5X по итогам 2007 г., в то время как у ВБД это соотношение должно было сократиться до ~1.6X.

Сравнивая ВБД и Кондитеров, необходимо также учесть публичность ВБД и высокую степень раскрытия информации. Акции компании обращаются на фондовом рынке, ВБД имеет рейтинги от международных рейтинговых агентств (В+/Ва3), публикует ежеквартальную отчетность согласно стандартам US GAAP.

В целом мы считаем, что кредитное качество ВБД лучше благодаря более высокой финансовой прозрачности компании и жесткому контролю за долговой нагрузкой. Позиции ВБД на рынке, на наш взгляд, более уязвимы, однако до сих пор компания демонстрировала хорошую гибкость и способность к адаптации к изменяющимся условиям на рынке.

Основные финансовые показатели ВБД и Кондитеров, \$ млн.

	Кондитеры (9М07)	ВБД (9М07)
Выручка	549.1	1 758.3
Валовая прибыль	153.4	578.4
ЕБИТДА	71.9	229.4
Активы	766.2	1 447.0
Долг	323.3	486.6
СК	327.1	628.4
Рент-ть ЕБИТДА	13.1%	13.0%
Валовая рент-ть	27.9%	32.9%
Долг/Выручка	58.9%	27.7%
Долг/ЕБИТДА	3.4	2.1
ЕБИТДА/Проценты	16.4	14.9
Долг/Активы	42%	34%
Долг/СК	1.0	0.8
Долгоср. долг/ Долг	94%	29%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Ценообразование

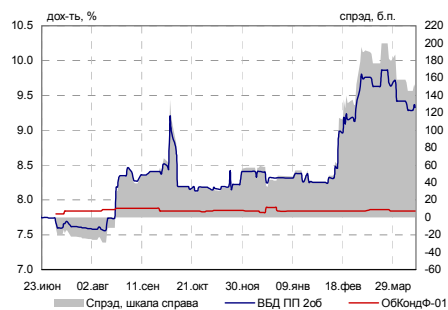
Первый займ Кондитеров размещался в период «расцвета» рублевого долгового рынка и поэтому был размещен с дисконтом к своим справедливым уровням, а также с небольшим дисконтом к ВБД. Поскольку выпуск не слишком ликвиден, доходность Кондитеров на вторичном рынке фактически не изменилась с момента размещения. В то же время, цена, по которой выпуск предлагается к продаже в настоящий момент, соответствует доходности на уровне 9.5-9.6 %, что в принципе не слишком много для 2-летнего выпуска, однако значительно выше уровня размещения.

Размещенный в марте годовой выпуск ВБД-3 торгуется с доходностью 8.8 % к оферте через 11 месяцев. Выпуск был размещен с доходностью 9.52 %, что соответствовало солидной премии ко вторичному рынку и дало бумаге апсайд при выходе на ММВБ. Мы считаем этот выпуск индикативным и отражающим реальную стоимость долга ВБД.

Справедливая доходность выпуска Кондитеров, на наш взгляд, составляет 10.4-10.9 %, что предоставляет инвесторам нетто-премию к ВБД в размере 50-100 б. п., а также включает премию за первичное размещение в размере 100 б. п.

Организатор займа (Райффайзенбанк) оценивает справедливую ставку купона по второму выпуску Кондитеров на уровне 10.5-11.0 %, что соответствует доходности к годовой оферте в 10.78-11.3 %. Таким образом, выпуск предлагается со спредом почти в 200-250 б. п.

Мы рекомендуем инвесторам не упустить случай и принять участие в размещении Кондитеров, которое, исходя из ориентиров организатора, может предоставить инвесторам чистую премию в размере 40-90 б. п.



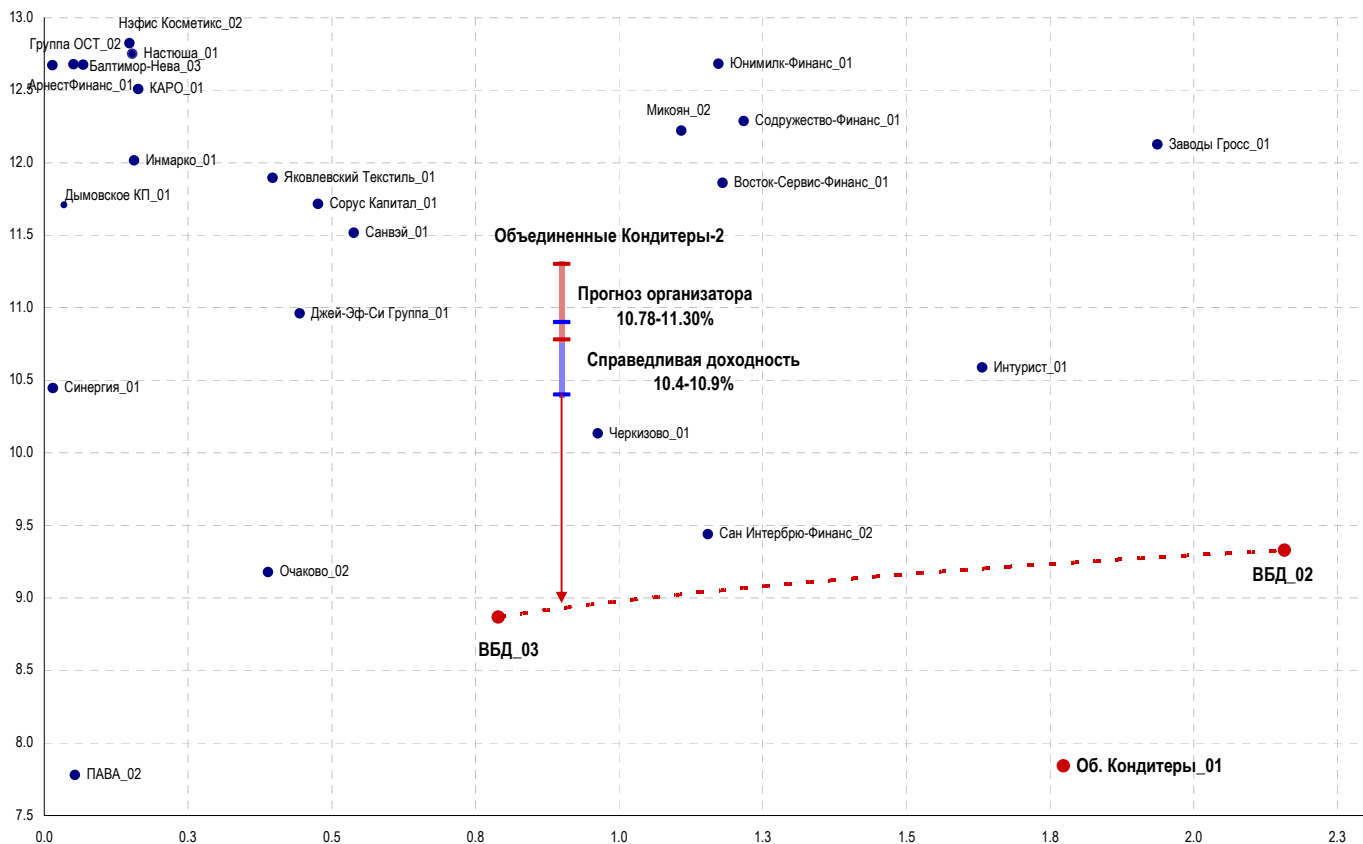
Доходность и спред за последние 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
ВБД ПП 2об	9.53	0.21	9.29	9.86
ОбКондФ-01	7.85	0.01	7.84	7.86
Спред	168	20	145	200

*По состоянию на 16.04.08

Источники: ММВБ, Банк Москвы

Потребительский сектор (21 апреля 2008 г.)



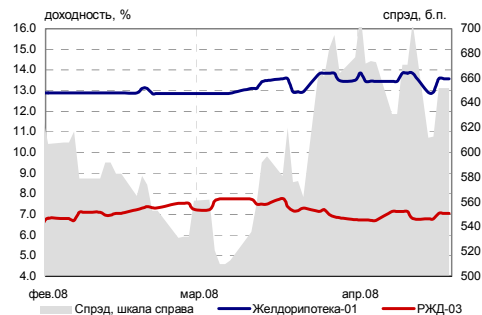
Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Желдорипотека: 700 б. п. премии к РЖД! Выпуск облигаций серии 02

Наталья Ковалева
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ЗАО "Желдорипотека"
Серия выпуска	2
Объем выпуска, млн. руб.	2500
Гос. номер	4-02-29168-Н
Дата начала размещения	24.04.2008
Срок погашения/ оферта, лет	4 года/ год
Дата оферты	24.04.2009
Дата погашения	19.04.2012
Организатор(ы)	ТрансКредитБанк, ИБ ТРАСТ, БФА
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	http://www.zdi.ru/
Прогноз	
Ставка купона, % год.	13.1 - 13.5
Рекомендуемая дох-ть для участия, %	13.53 - 13.96
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	760 - 800

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



Доходность и спрэд за 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Желдорипотека-01	13.57	0.28	12.91	13.86
РЖД-03	6.94	0.18	6.72	7.23
Спрэд	663	27	612	713

Источники: REUTERS, Банк Москва

*По состоянию на: 18.04.08

Основное направление деятельности **ЗАО «Желдорипотека»** – финансирование строительства жилья с последующей его продажей работникам ОАО «РЖД». В рамках реализации отраслевой ипотечной программы компания ведет свою деятельность на 16 из 17 железных дорог – филиалов ОАО «РЖД» (кроме Московской железной дороги, где оперирует НО «Фонд «Жилсоципотека»). Желдорипотека реализует также собственную инвестпрограмму, основными объектами которой являются жилые дома (эконом- или среднего класса) и коммерческая недвижимость, планируется выход также в сегмент жилья бизнес-класса.

С конца 2006 г. Желдорипотека управляет непрофильными активами ОАО «РЖД» и таким образом выступает специализированным девелопером, призванным максимизировать доходы ОАО «РЖД» от вовлечения в хозяйственный оборот непрофильных активов. В управление компании переданы активы, не используемые для обеспечения перевозки грузов и пассажиров. На сегодняшний день одним из первых крупных проектов в этом направлении является освоение 55 Га территории грузового двора станции Санкт-Петербург – Варшавский.

Акционеры

- ОАО «РЖД» – 99.98 % голосующих акций;
- НО «Центр организационного обеспечения структурной реформы на железнодорожном транспорте» – 0.02 %.

Одним из источников финансирования деятельности Желдорипотеки являются долгосрочные займы (были получены в 2001-2005 гг. на срок 16 лет), предоставляемые основным акционером. Около половины займов было предоставлено РЖД на беспроцентной основе, другая половина – под 5 %.

Цели займа

- Приобретение новых участков под застройку и проектно-изыскательские работы, связанные с использованием земельных ресурсов (разработка проектов землеустройства, проведение кадастровой оценки земель и т. п.) в рамках жилищной ипотечной программы РЖД и собственной инвестиционной программы.
- Финансирование строительства новых объектов в рамках жилищной ипотечной программы РЖД и собственной инвестиционной программы.

Поручители

Поручителем по настоящему облигационному займу выступает ООО «Транс-Инвест», единственным учредителем которого является НО «Негосударственный пенсионный фонд «Благосостояние», уполномоченный НПФ РЖД.

«Дети» РЖД – широкий выбор

В настоящее время на рынке обращается достаточно внушительное количество выпусков «дочек», «внучек» и других компаний, аффилированных с РЖД, среди которых: 1-й выпуск самой Желдорипотеки (1.5 млрд руб.), 2 выпуска Жилсоципотеки (суммарный объем – 2.1 млрд руб.), 2 выпуска ТрансКредитБанка (на 6 млрд руб.), 2 выпуска ТрансФин-М (на

Основные финансовые показатели ЗАО "Желдорипотека", млн руб.

	2006	9 мес 2007	2007О
Активы	14 447.6	19 211.0	20 950.0
Собственный капитал	809.8	854.7	955.9
Долг	8 063.6	10 337.7	11 986.1
в т.ч. долгосрочные займы РЖД без учета начисленных %	6 817.2	6 817.2	6 817.2
Выручка	2 147.9	1 807.3	6 553.9
Валовая прибыль	341.3	350.5	558.9
Чистая прибыль	86.6	59.3	119.9
Валовая рентабельность	15.9%	19.4%	8.5%
Рентабельность по чистой прибыли	4.0%	3.3%	1.8%
Долг /выручка	3.8	5.7	1.8

Источники: данные компании

4.5 млрд руб.), а также бумаги ТК Финанс (1 млрд руб.) и ТрансКонтейнера (3 млрд руб.) Таким образом, ассортимент квази-долга РЖД достаточно широк и будет расширяться дальше. О своих планах по выпуску новых бондов уже заявляли Жилсоципотека (1.5 млрд руб.) и ТрансКредитБанк (2 выпуска суммарным объемом 15 млрд руб.).

Половина бумаг низколиквидна

Тем не менее, ликвидность половины уже обращающихся выпусков оставляет желать лучшего, поэтому доходность многих из них неиндикативна. Первый выпуск Желдорипотеки с офертой исполнением в июне 2009 г., размещенный в конце прошлого года, достаточно ликвиден. За последние 20 торговых дней его средняя доходность составила 13.57 %, средний спрэд к близкому по дюрации выпуску РЖД, РЖД-03, – около 660 б. п.

Выпуски Жилсоципотеки менее ликвидны. Более или менее показателен 2-й выпуск с офертой исполнением 28 апреля этого года. Недавно по этой бумаге были установлены ставка 3-го и 4-го купонов 2-го выпуска облигаций и выставлена дополнительная годовая оферта – 13 %. Данная ставка соответствует уровню доходности в 13.33 % к новой годовой оферте.

Желдорипотека vs Жилсоципотека

Бизнес Желдорипотеки и Жилсоципотеки практически идентичен. Разница заключается в следующем:

- бизнес Жилсоципотеки сосредоточен в регионе, прилежащем Московской железной дороге, бизнес Желдорипотеки – во всех остальных регионах, включая Санкт-Петербург;
- Желдорипотека управляет непрофильными активами ОАО «РЖД» и, соответственно, может рассчитывать на дополнительную прибыль от этого вида деятельности;
- Жилсоципотека является некоммерческой организацией.

Кроме того, эмитентом облигаций является Жилсоципотека-Финанс, т. е. внучка РЖД, Желдорипотека сама выступает эмитентом. При этом по бумагам обеих компаний предоставлено комфортное письмо РЖД.

На наш взгляд, в совокупности данные факторы говорят в пользу существования небольшой премии облигаций Жилсоципотеки к бумагам Желдорипотеки, хотя сейчас, напротив, существует пусть минимальная, но все же премия бумаг Желдорипотеки к облигациям Жилсоципотеки, что, скорее всего, является следствием более низкой ликвидности последних. Высокая привлекательность Московского региона, где оперирует Жилсоципотека, компенсируется большим географическим охватом бизнеса Желдорипотеки.

Ориентиры организаторов

Организаторы займа, ТрансКредитБанк и ИБ «ТРАСТ», ориентируют рынок на ставку купона на уровне 13-13.5 %, что соответствует доходности к оферте на уровне 13.42-13.96 %. Спрэд к кривой РЖД при таких уровнях доходности составляет около 650-710 б. п.

Позиционирование

Нижний ориентир фактически соответствует текущим рыночным уровням, а верхний дает премию около 50 б. п. Несмотря на то что подавляющее большинство компаний предлагают более существенную премию к доходности своих облигаций, уже обращающихся на рынке, **мы считаем эти ориентиры привлекательными и рекомендуем участвовать в размещении.**

Аргументы «за»

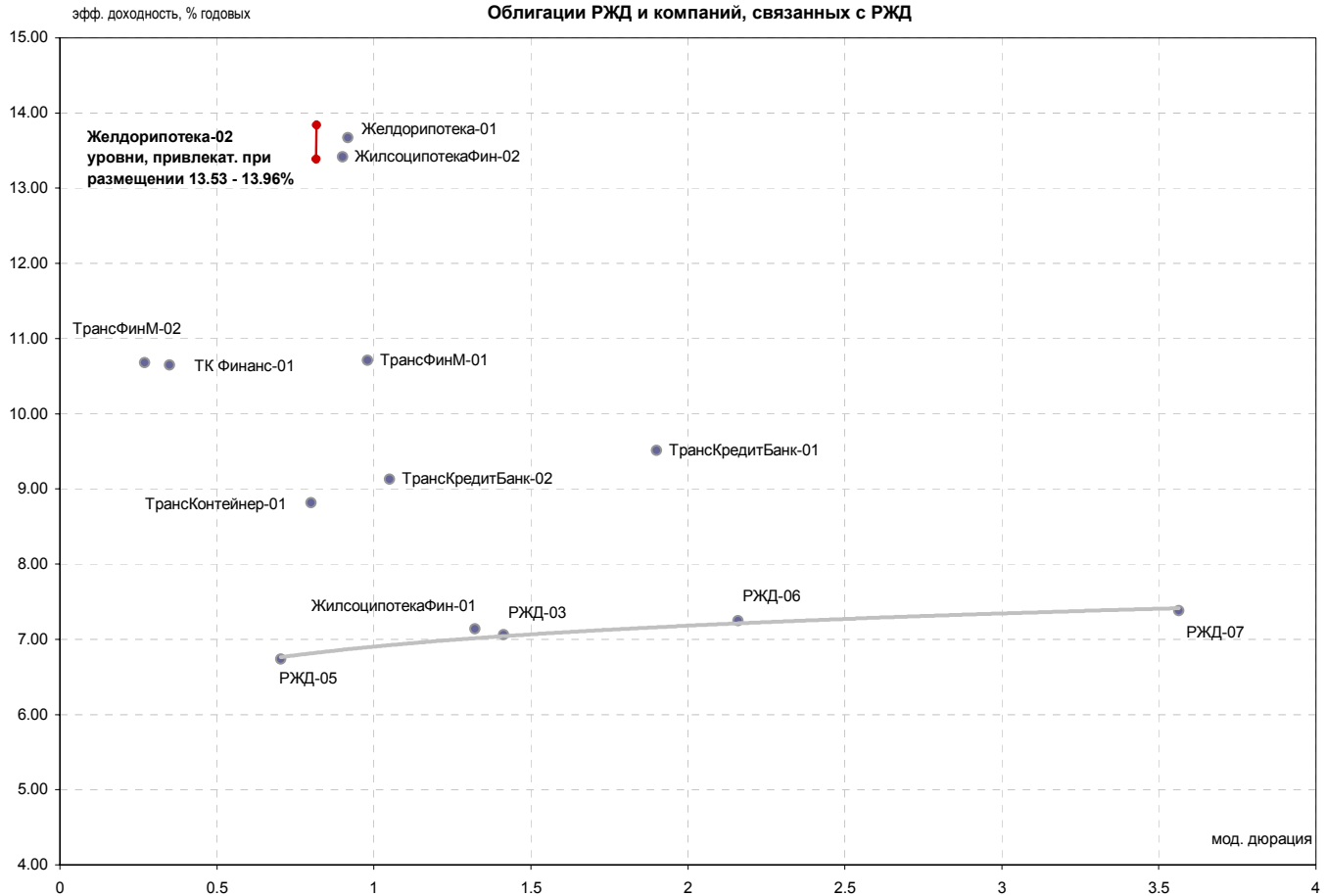
Первый выпуск Желдорипотеки размещался на рынке в тот период, когда кризис уже был в полном разгаре, поэтому можно говорить о том, что переоценки этого выпуска, как это обычно происходит с бумагами эмитентов, выходящих на рынок с новыми выпусками, быть не должно.

Премия к бумагам РЖД в размере 600-700 б. п., на наш взгляд, весьма велика. О потенциальном сужении этой премии в краткосрочном периоде нам не позволяет говорить **только** бушующий в настоящее время кредитный кризис, говорить об окончании которого, несмотря на отдельные признаки стабилизации, пока преждевременно. Тем не менее, при стабильном улучшении ситуации, скажем, через полгода, существует вероятность развития такого сценария (данный вариант нельзя рассматривать как основной, однако дополнительный «бонус» в виде такой возможности существует).

Риски

На наш взгляд, наиболее привлекательно участие в предстоящем аукционе инвесторам, придерживающимся стратегии buy-and-hold. Таким инвесторам участие обеспечит доходность почти 14 % на год с достаточно низким уровнем риска (представляется крайне маловероятным тот факт, что РЖД допустит дефолт по бумагам своей «дочки»). Вместе с тем, игроки рынка, рассматривающие возможность покупки данного выпуска, должны учитывать существенный навес квази-долга РЖД. В момент выхода на рынок новых бумаг это может привести к «проседанию» тех выпусков, которые уже находятся в обращении.

Исходя из того, что под доходность около 13.55 % на рынке достаточно легко можно купить 1-й выпуск Желдорипотеки (дюрация – 1.04 года), **мы рекомендуем выставить заявки со ставкой купона от 13.1 %, что дает доходность к годовой оферте (дюрация – 0.97 года) на уровне 13.53 %.**



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
[Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

Директор департамента

Тремасов Кирилл

[Tremasov KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

[Vedeneev VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

[Vedeneev VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Телекоммуникации**

Мусиенко Ростислав

[Musienko RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**Химическая промышленность**

Волов Юрий

[Volov YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

[Hamrakulov DE@mmbank.ru](mailto:Hamrakulov_DE@mmbank.ru)**Стратегия**

Тремасов Кирилл

[Tremasov KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир

[Vedeneev VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Начальник отдела анализа рынка облигаций**

Федоров Егор

[Fedorov EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

[Mikharskaya AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)**Базы данных**

Нефедов Юрий

[Nefedov YA@mmbank.ru](mailto:Nefedov_YA@mmbank.ru)**Стратегия**

Ковалева Наталья

[Kovaleva NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе и исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.