

# Рублевые корпоративные облигации

14 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Новый купон ХКФБ-3: премия слишком мала » *стр. 3*
- КИТ Финанс: высокие риски инвестиционного бизнеса » *стр. 4*
- Аукционы ОФЗ: премия необходима » *стр. 5*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3196	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.1866	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.86	+ 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.65%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	114	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	547.6	+ 2.6
Остатки на д/с, млрд руб.	73.6	- 9.7
Сальдо операций с ЦБ	- 3.1	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

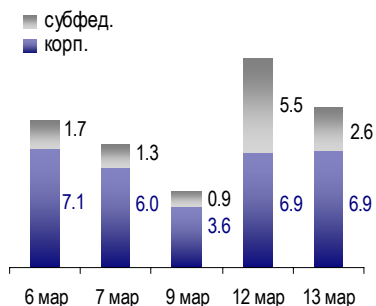
### СКОРО

- Планируется выпуск Матрица Финанс-2 (2 млрд руб., 3 года)
- Сеть спортивных магазинов Спортмастер планирует дебютный выпуск (3 млрд руб., 3 года)

### ВЧЕРА

- Глобэксбанк-1 (2 млрд руб.) размещен под 11.30% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

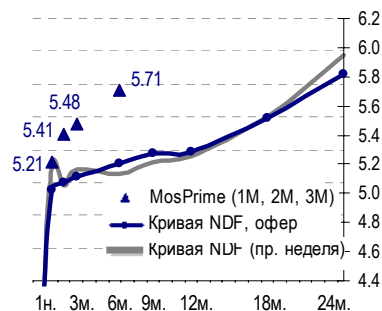


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 14 мар Аукцион ОФЗ-АД 46018 (13 млрд руб., дюрация 8.5 лет)  
Аукцион ОФЗ-АД 46020 (12 млрд руб., дюрация 12.8 лет)
- 15 мар Размещение КИТ Финанс-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Размещение Якутскэнерго-2 (1.2 млрд руб., 2-летняя оферта)  
Аукцион ОБР-1 (250 млрд руб., оферта 17 сентября 2007)  
Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 20 мар Размещение ТГК-1 (4 млрд руб., оферта через 3 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	101.14	+ 24	5.7	7.69%
Мосэнерго-2	101.15	+ 22	4.2	*7.50%
ФСК-5	100.40	+ 16	2.5	7.15%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.30	+ 45	2.3	7.90%
Мечел-2	101.43	+ 12	2.9	*8.04%
Копейка-2	99.10	+ 10	1.8	*9.53%

## Лидеры падения

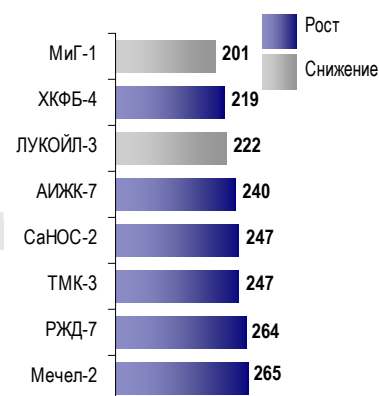
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.20	- 27	2.4	6.86%
Газпром-5	101.05	- 15	0.6	5.77%
РЖД-6	101.35	- 15	3.2	7.04%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РТК-Лизинг-4	100.40	- 18	0.6	8.31%
ВолгаТел-3	102.48	- 12	2.4	7.60%
Сибкадем-3	101.40	- 10	2.0	9.08%

## 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-3	05/09	Держать	100.55	100.40	7.46	0.92	163	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.65	7.92	1.19	200	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.00	7.65	1.20	172	200	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.30	8.00	0.90	218	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.40	9.24	2.02	312	350	↑ 40
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.74	1.21	281	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.55	100.20	8.06	3.71	171	180	↑ 10
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.50-99.60	8.67	1.38	269	290-300	↑ 20-30
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.10	99.80-100.25	8.63	2.27	246	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.40	100.70	7.50	2.25	133	120	↓ 15
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.85	227	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.15	100.60	7.77	2.39	159	140	↓ 20
<b>Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	98.95	8.87	3.44	254	300	↑ 45
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	100.90	100.20-100.40	10.48	1.24	454	500-515	↑ 45-60
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.13	2.01	301	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.90	-	9.75	3.67	340	-	↑

## Новый купон ХКФБ-3: премия слишком мала

*После оферты ХКФБ-3 будет интересен только для институциональных портфелей*

Вчера ХКФБ установил ставку купонов по третьему выпуску до следующей оферты на уровне 9.45%, что соответствует доходности в 9.79% и спреду к ОФЗ в 380 б.п. В результате доходность выпуска ХКФБ-3 будет на 15 б.п. ниже, чем у близкого по дюрации ХКФБ-4. Мы считаем, что с новой ставкой купона третий выпуск останется привлекательным только для инвесторов, которые привязаны к требованию инвестировать в бумаги, находящиеся в списке А1. Для остальных категорий участников мы не видим целесообразности оставлять данный выпуск на позиции.

*«Справедливый» спрэд ХКФБ: не менее 400 б.п. к ОФЗ*

В нашем вчерашнем ежедневном обзоре мы проанализировали финансовые результаты ХКФБ по МСФО за 2006 г. Основными проблемами банка остаются стагнация кредитного портфеля и низкая рентабельность, связанная с кредитными потерями и опережающим ростом расходов на оплату труда. «Справедливый» спрэд бумаг ХКФБ мы оцениваем с учетом слабой динамики бизнеса, но корректируем его на высокую достаточность капитала и поддержку со стороны сильной материнской структуры. По нашим оценкам, «справедливый» спрэд ХКФБ в текущем положении составляет не менее 400 б.п. к ОФЗ.

*Спрэд ХКФБ-3 после оферты составит всего 380 б.п. к ОФЗ*

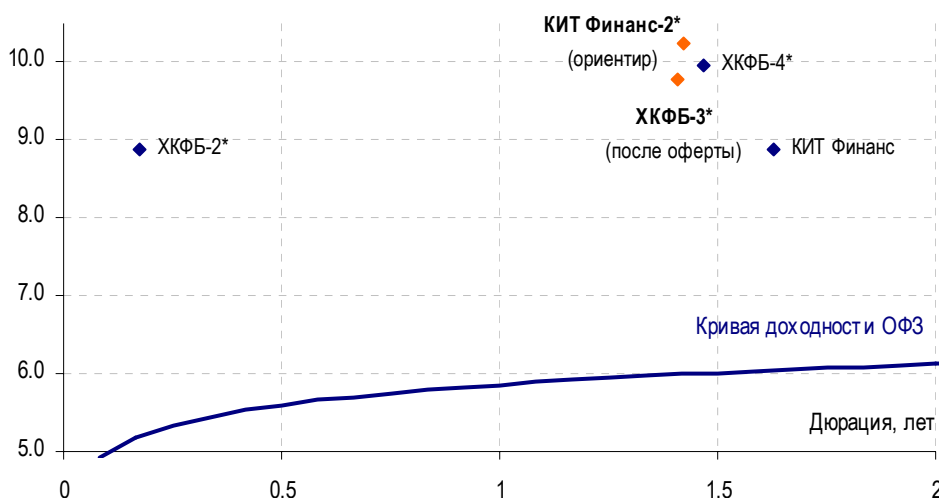
Доходность выпуска ХКФБ-4 (9.95% при дюрации 1.47 года) в целом соответствует этой оценке, а вот спрэд ХКФБ-3 после оферты будет меньше: всего около 380 б.п. к ОФЗ при дюрации 1.4 года. Такую разницу можно объяснить различием между выпусками: ХКФБ-3 входит в список А1, а ХКФБ-4 является внесписочной бумагой. Однако это различие имеет определяющее значение только для институциональных инвесторов, которые привязаны к формальным требованиям по кругу инструментов для инвестирования.

Мы считаем, что при новой ставке купона выпуск ХКФБ-3 останется привлекательным только для институциональных инвесторов. Всем остальным мы рекомендуем продать этот выпуск по оферте и заменить его на более доходный ХКФБ-4, который, судя по всему, также достаточно скоро будет включен в список А1.

*Рекомендуем заменять ХКФБ-3 на ХКФБ-4*

По нашему мнению, общее сужение спрэдов облигаций ХКФБ будет возможным только тогда, когда банк на деле сможет продемонстрировать успехи в развитии бизнеса. Пока же портфель не увеличивается даже в рамках тех скромных ориентиров, которые озвучивает руководство банка. Логично, что при такой динамике инвесторы и в дальнейшем будут требовать премию при офертах и размещении новых выпусков.

### Доходность облигаций на 13 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## КИТ Финанс: риск инвестиционного бизнеса

*Агрессивный риск-профиль требует более высокой премии*

Завтра состоится размещение второго выпуска облигаций инвестиционного банка КИТ Финанс (2 млрд руб., oferta через 1.5 года). Сам банк в качестве предварительного ориентира оценил ставку купона по своим облигациям в 10.00%, что соответствует спреду к ОФЗ в 425 б.п. По нашему мнению, более чем агрессивный риск-профиль банка требует существенно более высокой премии, поэтому мы считаем данный ориентир заниженным.

ИБ КИТ Финанс – ядро одноименной финансовой группы, которая включает в себя брокерский бизнес и управление активами, лизинговую компанию и ряд других финансовых направлений. Несмотря на широкую известность на российском рынке, группа КИТ Финанс является небольшим по масштабам финансовым институтом: на начало 2006 г. ее консолидированные активы по МСФО составили 35 млрд руб. В 2006 г. активы банка по РСБУ увеличились до 52 млрд руб. (36 место по активам).

### Позитивные факторы:

*Сотрудничество с РЖД – важный позитивный фактор*

Одним из ключевых факторов кредитного качества группы, по нашему мнению, являются ее тесные бизнес-связи с железнодорожным гигантом ОАО «РЖД». В первую очередь эти связи выражаются в том, что лизинговая компания группы «Магистраль-Финанс» является ключевым поставщиком подвижного состава для ОАО «РЖД». По состоянию на начало 2006 г. доля лизинговых операций в активах группы составляла около 30%, что сформировало самую крупную статью баланса.

Однако в таких отношениях КИТ Финанса с РЖД мы видим и серьезный риск: по данным отчетности по МСФО лизинговая ставка в 2006 году составляла 13-16%. Очевидно, что РЖД, имеющая рейтинги инвестиционной категории, может занимать деньги дешевле, поэтому мы оцениваем вероятность сокращения доходов по лизинговым операциям как высокую.

### Негативные факторы:

*Главными рисками в деятельности группы КИТ Финанс мы считаем высокую зависимость от операций на рынке ценных бумаг и упор на фондирование короткими ресурсами на межбанковском рынке.*

*Основной источник доходов – операции с ценными бумагами*

В 2005 году, по данным отчетности по МСФО, процентные доходы группы были меньше процентных расходов, т.е. традиционные направления банковского бизнеса не принесли группе прибыли. Вся прибыль 2005 г. была сформирована за счет результатов от операций с ценными бумагами. В 2006 г., судя по российской отчетности, ситуация не претерпела существенных изменений. Таким образом, с точки зрения бизнес-профиля группа КИТ Финанс представляет собой скорее не банк, а инвестиционный фонд. Это не является прямой угрозой для кредитного качества, однако создает условия для очень высокой волатильности будущих финансовых результатов.

Второй ключевой риск также напрямую связан со спецификой бизнеса группы: основную часть позиций в ценных бумагах КИТ Финанс фондирует на межбанковском рынке и за счет операций РЕПО. При негативной динамике фондового рынка и росте процентных ставок это создает предпосылки для существенного снижения финансовых результатов банка.

*Доля «традиционного» банковского бизнеса крайне мала*

По итогам 2005 г. в структуре консолидированного баланса КИТ Финанса доля традиционного банковского бизнеса была крайне мала: основная часть кредитного портфеля была представлена обязательствами инвестиционных и брокерских компаний. В 2006 г. группа активно занялась ипотечным бизнесом и сформировала достаточно крупный портфель (более 10 млрд руб.). Однако в данном бизнесе группа также действует скорее как инвестиционная компания, продавая ипотечные кредиты через механизм секьюритизации.

**Результаты КИТ Финанса практически полностью зависят от состояния фондового рынка**

В течение последних лет группа КИТ Финанс показывала действительно хорошие финансовые результаты благодаря общему росту российского фондового рынка. Однако в условиях высокой волатильности рынка концентрация бизнеса банка на операциях с ценными бумагами и невысокая доля традиционных банковских продуктов может привести к существенным финансовым потерям.

По нашему мнению, специфика бизнеса КИТ Финанс, связанная с высокими финансовыми рисками, не позволяет напрямую сравнивать ее с коммерческими банками. Поэтому ценообразование облигаций КИТ Финанса, на наш взгляд, некорректно основывать на таком сравнении. Выпуск КИТ Финанс-1 входит в список А1, поэтому его спрэд не может, на наш взгляд служить адекватным ориентиром для оценки «справедливой» доходности.

**«Справедливая» доходность на наш взгляд: не менее 12.00%**

По нашему мнению, риск агрессивной инвестиционной группы с рейтингом категории «ССС+» от S&P должен предлагать премию как минимум в 200 б.п. к обязательствам таких банков как ХКФБ и УРСА Банк. Таким образом, спрэд в 425 б.п. к ОФЗ представляется нам существенно заниженным. Наша оценка «справедливой» доходности обязательств КИТ Финанса – не менее 12.00% к оферте.

**КИТ Финанс-1 сильно переоценен**

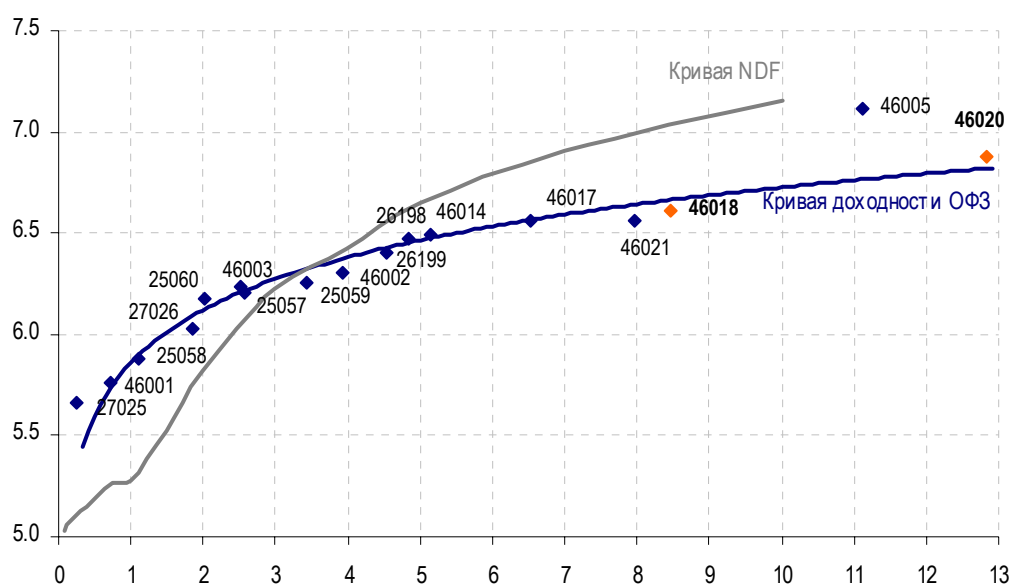
Выпуск КИТ Финанс-1 мы также считаем переоцененным: рейтинг КИТ Финанса на 2 ступени ниже, чем у ХКФБ, при этом доходность облигаций КИТ Финанс-1 ниже, чем у ХКФБ-3 после оферты. Поэтому мы рекомендуем продать КИТ Финанс-1.

### Аукционы ОФЗ: премия необходима

Сегодня Минфин размещает 2 самых длинных выпуска ОФЗ: 46018 и 46020 общим объемом 25 млрд руб. К существенному снижению ликвидности это не приведет, т.к. сегодня произойдет частичное погашение ОФЗ 46001 и выплата купонов по другим бумагам на сумму более 20 млрд руб. Однако мы все же сохраняем наш негативный прогноз по длинным выпускам ОФЗ, поэтому мы рекомендуем:

- участвовать в аукционе по 46020 только с премией к текущей цене (наша рекомендация по цене: не выше 101.00%);
- воздержаться от участия в аукционе по выпуску 46018, т.к. он остается заметно переоцененным.

### Доходность облигаций на 13 марта



Источник: ММБ, оценки Райффайзенбанка

**Отрицательный спрэд  
ОФЗ-NDF**

В течение последнего времени длинные ставки NDF существенно выросли, и в условиях заметного падения мирового рынка акций и цены на нефть у нас нет оснований ожидать их быстрого снижения. Поэтому мы опять наблюдаем картину, при которой кривая ОФЗ лежит существенно ниже ставок NDF:

**Не ожидаем скорого  
роста спроса на ОФЗ**

Пока существует заметный дисконт в доходностях ОФЗ к кривой NDF, мы не ожидаем существенных покупок в ОФЗ со стороны иностранных инвесторов. Таким образом, в условиях сохраняющихся относительно высоких ставок один из основных источников спроса на ОФЗ вряд ли окажет поддержку ценам госбумаг. Пока средства от допэмиссии Сбербанка заблокированы на накопительном счете, мы не ожидаем активного спроса на ОФЗ и со стороны государственных банков.

**Покупка длинных ОФЗ по  
текущим ценам  
представляется  
нецелесообразной**

Наш кратко- и среднесрочный прогноз по ликвидности остается негативным, поэтому мы ожидаем, что проседание цен ОФЗ в течение ближайшего месяца должно продолжиться. Поэтому при относительно высоких ставках на денежном рынке мы считаем покупку ОФЗ по текущим ценам нецелесообразной.

---

**ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»**


---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

**Аналитика**

Максим Раскоснов	mrasnosnov@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 Михалевич	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.