

# Рублевые корпоративные облигации

17 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ОАО Мособлгаз: комментарий к размещению » *стр. 3*
- ХКФБ и НОМОС-банк: такие разные, но будут вместе » *стр. 5*

## Индикаторы

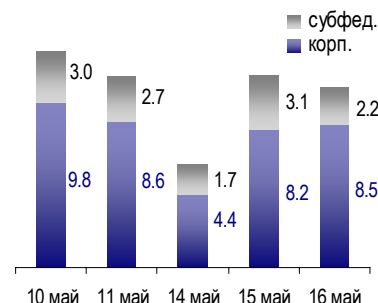
Долларов США за Евро	1.3590	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	25.7939	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 67.21	- 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.51%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	96	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	452.7	+ 2.4
Остатки на д/с, млрд руб.	1041.9	+ 31.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 141.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Русфинанс Банк-3 (4 млрд руб.) размещен под 7.69% годовых к погашению через 2 года
- Минфин разместил ОФЗ-АД 46021 (дюрация 7.8 лет) на 14.97 млрд руб. из 15 млрд руб. под 6.45% годовых к погашению

## Объем торгов на ММВБ

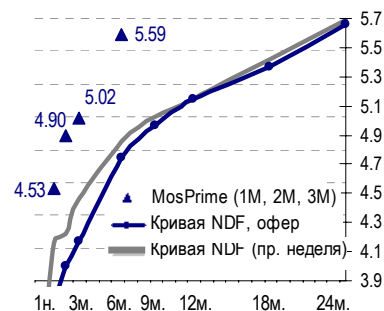


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 17 мая Размещение дебютного выпуска ЮГК ТГК-8 (3.5 млрд руб., 2-летняя оферта)  
Размещение Мособлгаз-1 (2.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 21 мая Уплата НДС
- 22 мая Размещение Сэтл Групп-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
- 23 мая Размещение Объединенные кондитеры-Финанс-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года)  
Размещение Бахетле-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	102.00	+ 10	4.9	*7.42%
Газпром-7	100.65	+ 10	2.3	6.60%
АИЖК-9	101.22	+ 7	5.8	7.48%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-4	101.60	+ 30	1.3	*9.02%
Зенит-2	101.00	+ 20	1.6	7.91%
Детский Мир	101.25	+ 15	5.8	8.45%

## Лидеры падения

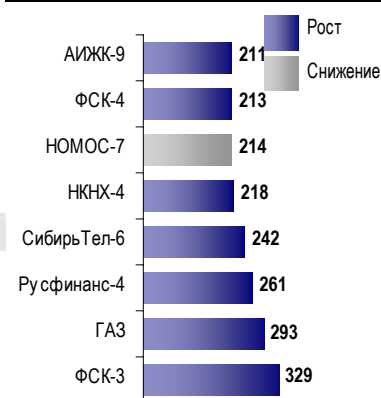
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-1	101.40	- 10	0.6	6.43%
ОГК-5	99.82	- 9	2.2	*7.72%
Газпром-8	100.70	- 4	3.9	6.93%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УЭМ-1	100.65	- 15	2.5	*8.14%
Петроком-2	100.80	- 10	2.1	8.27%
ЦентрТел-4	113.60	- 7	2.0	7.31%

## 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-2	05/09	Держать	100.50	100.10	7.43	1.75	155	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.50	7.16	0.75	161	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.90	7.51	1.01	184	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.20	7.39	1.03	172	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.80	9.02	1.85	311	350	↑ 40
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.45	100.80	7.79	3.68	161	180	↑ 20
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.80-99.90	8.75	1.27	299	290-300	↔
<b>Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома</b>									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.90	101.05	7.24	2.16	127	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.45	7.30	4.04	108	120	↑ 10
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.00	1.71	212	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.00	7.61	2.30	162	140	↓ 20
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.55	8.82	3.26	269	300	↑ 30
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.70	100.15-100.35	9.76	1.06	408	540-560	↑ 130-150
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.70	1.84	279	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.50	-	8.99	3.68	281	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.10	109.65	8.13	2.50	210	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.05	104.45	8.13	3.03	203	190	↓ 15
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.20-103.50	7.62	1.74	174	220-240	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связынвеста должна составлять 40-60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.60	103.00-103.30	7.67	1.41	187	210-230	↑ 25-45

## Мособлгаз: комментарий к размещению

<p><i>Организаторы позиционируют выпуск исходя из фактора административной поддержки</i></p>	<p>Сегодня состоится размещение облигаций ОАО «Мособлгаз» (объем 2.5 млрд руб., оферта через 1.5 года). Эмитент представляет собой специализированное инвестиционное предприятие, созданное в 2006 г. для финансирования проекта реконструкции газовых котельных в Московской области. Проект не имеет аналогов на российском рынке, а ориентиры организаторов по доходности выпуска (9.5-9.7% YTP), на наш взгляд, исходят исключительно из ожиданий поддержки со стороны Правительства Московской области.</p>
<p><i>Ориентир по доходности не соответствует уровню риска</i></p>	<p>По нашему мнению, предлагаемый уровень доходности не компенсирует структурные риски выпуска, несмотря на наличие гарантии от ОАО «Мособлтрастинвест» (МОИТК, S&amp;P B), оператора инвестиционных проектов Правительства Московской области. Поэтому мы можем рекомендовать участие в аукционе только инвесторам, которые хорошо понимают процедуры принятия инвестиционных решений в областной администрации и готовы рассматривать риск ОАО «Мособлгаз» как квазирегиональный.</p>
<p><i>ОАО Мособлгаз и ГУП Мособлгаз - одинаковые названия, но разный бизнес</i></p>	<p>Мы обращаем внимание на существенную разницу между ГУП МО «Мособлгаз» и ОАО «Мособлгаз». ГУП является региональным оператором системы газопроводов, т.е. осуществляет транспортировку газа из магистральных сетей Газпрома конечным потребителям, включая промышленные предприятия, котельные, домовладения и квартиры. ОАО «Мособлгаз» создано весной 2006 года специально под проект газификации котельных подмосковного региона. Уставный капитал компании составляет 10 млн руб. 51% акций принадлежит Правительству Московской области, 49% - МОИТК.</p>
<p><i>ОАО Мособлгаз – пока только проект по реконструкции котельных</i></p>	<p>Насколько мы понимаем, компании формально не связаны, имеют разный менеджмент и привлекают финансирование независимо друг от друга. Однако не исключено, что ОАО «Мособлгаз» может со временем стать в той или иной степени правопреемником ГУП МО «Мособлгаз». В начале 2006 г. гендиректор ГУПа г-н Большаков в одном из интервью сообщил о том, что принято принципиальное решение о преобразовании ГУПа в акционерное общество. Мы не беремся оценить возможность передачи активов ГУПа на баланс вновь созданной акционерной компании. В любом случае, у нас нет информации о дальнейших планах Правительства Москвы в отношении реформирования ГУПа, а проект ОАО «Мособлгаз» пока ограничивается реконструкцией котельных, хотя и позволяет новой компании получить права собственности на ряд реконструированных объектов.</p>
<p><i>Финансирование осуществляется под гарантии МОИТК</i></p>	<p>Схема финансирования проекта ОАО «Мособлгаз» выглядит следующим образом:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 1й этап: привлечение инвестиций под гарантию МОИТК;</li> <li>• 2й этап: финансирование строительства или реконструкции котельных, расположенных на земельных участках старых (при этом, новые котельные переходят в собственность ОАО «Мособлгаз» посредством передачи инвестиционных прав);</li> <li>• 3й этап: по завершении реконструкции ОАО «Мособлгаз» получает возможность либо продать новые котельные местным властям, либо оставить в собственности и осуществлять управление.</li> </ul>
<p><i>Схема позволяет администрации находить финансирование более оперативно...</i></p>	<p>Для администрации Московской области такая схема позволяет достаточно оперативно привлечь финансирование под инфраструктурный проект, который рассматривается руководством области как один из приоритетных. Аналогичным образом регион уже несколько лет работает в партнерстве с МОИТК. Вместе с тем, мы считаем, что новый проект ОАО «Мособлгаз» сопряжен с более высокими рисками для инвесторов.</p>
<p><i>... однако порядок компенсации затрат не совсем прозрачен</i></p>	<p>Прежде всего, в отличие от стандартной схемы взаимодействия администрации и МОИТК, новым проектом не предусмотрена компенсация процентов по привлеченным ресурсам, что снижает прозрачность механизма компенсации затрат и комиссионных выплат. Мы также считаем, что прямая гарантия Правительства Московской области была бы предпочтительнее по сравнению кредитной поддержкой со стороны МОИТК.</p>

**Кредитное качество эмитента – очень слабое**

Финансовые показатели эмитента выглядят пока очень слабыми: выручка от продаж по данным отчетности за 2006 г. составила всего 4.2 млн руб. Активы компании составили на конец года всего 407 млн руб., 92% из которых приходится на дебиторскую задолженность. Капитал пока остается на уровне 10 млн руб. При этом финансовый долг компании уже достиг 392 млн руб., большая часть которого представлена краткосрочными банковскими кредитами.

**Прогнозы по росту выручки выглядят достаточно агрессивно**

Отчетность компании, находящейся на ранней стадии реализации проекта, безусловно, неприменима для полноценного финансового анализа. Тем не менее, мы обращаем внимание на тот факт, что генерируемых компанией денежных потоков недостаточно для погашения долга и процентов по выпускаемым облигациям. Представленный в инвестиционном меморандуме прогноз по росту выручки на 2007-2009 гг., по всей видимости, базируется на достаточно агрессивных предположениях. Мы отмечаем, что оферта по облигационному займу выставляется через 1.5 года, когда проект будет находиться на ранней стадии.

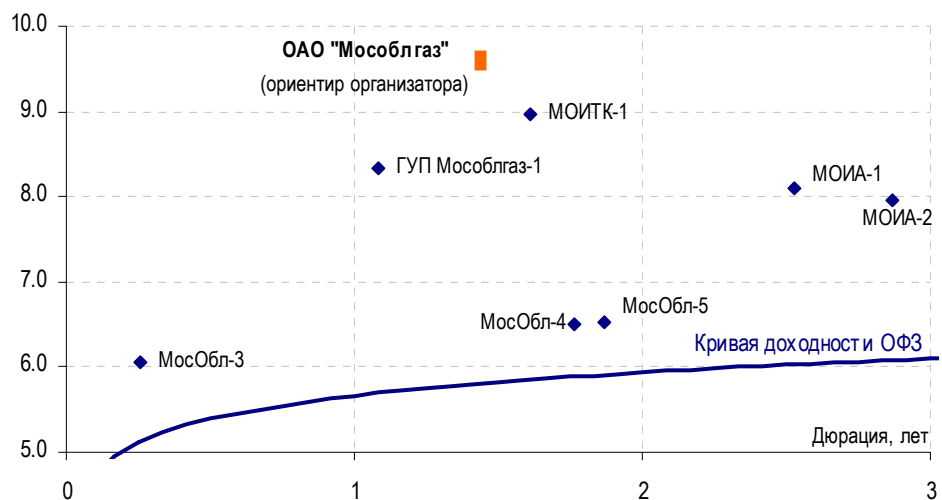
**На конец 2006 г. завершены только три проекта реконструкции котельных**

Компания прогнозирует рост выручки практически с нуля до 2.15 млрд руб. в 2009 году. При этом на сегодня реализованы только три проекта реконструкции котельных, а масштабное выполнение программы начнется после получения средств от размещения облигаций. Поскольку на сегодняшний день не совсем ясно, каким образом будут формироваться денежные потоки ОАО «Мособлгаз» после запуска реконструированных котельных, а порядок и размер компенсаций со стороны местных властей также определен недостаточно четко, единственным подтверждением эффективности проекта остается проектно-разрешительная документация по газификации 125 котельных.

**Гарантия МОИТК – ключевой фактор**

Таким образом, гарантия МОИТК играет ключевую роль при оценке кредитного профиля ОАО «Мособлгаз». Несмотря на то, что на рынке облигаций представлено ГУП МО «Мособлгаз» (трехлетний выпуск ООО «Мособлгаз-финанс» размещен в декабре 2005 года со ставкой купона 10.75%), эти компании практически не связаны и существенно различаются по виду деятельности. Мы рассматриваем ОАО «Мособлгаз» как специальное предприятие МОИТК, которое принимает на себя как собственные проектные риски, так и политические риски МОИТК.

Поддержка МОИТК со стороны администрации Московской области не носит безусловного характера, что, в частности, подтверждается разницей в их рейтингах (4 степени по шкале S&P). На наш взгляд, ориентир по доходности облигаций ОАО «Мособлгаз» (9.5-9.7% УТР) не соответствует кредитному профилю проекта и не можем рекомендовать данный выпуск к покупке широкому кругу инвесторов.

**Доходность облигаций на 16 мая**

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

## ХКФБ и НОМОС: такие разные, но будут вместе

### НОМОС и PPF Group создают холдинг

Сегодня НОМОС-банк и PPF Group распространили пресс-релиз о создании совместной холдинговой компании, которой будут переданы акции НОМОС-банка и ХКФБ. В пресс-релизе подчеркивается, что вопрос о слиянии двух банков в настоящее время не рассматривается. Мы полагаем, что одним из важных следствий данного события является возможное изменение структуры акционеров ХКФБ.

### Акционеры НОМОСа могут получить существенную долю в новой группе

На сегодняшний день почти 100% акций банка принадлежит зарегистрированной в Нидерландах компании Home Credit BV. Учитывая, что НОМОС-банк опережает ХКФБ как по активам, так и по размеру собственного капитала, можно предположить, что акционеры НОМОС-банка могут получить существенную долю в холдинговой структуре. В то же время, нельзя исключать, что в сделке будет значительная денежная составляющая. Пропорция распределения долей будет определена в зависимости от результатов двух банков за 1е пол 2007 г.

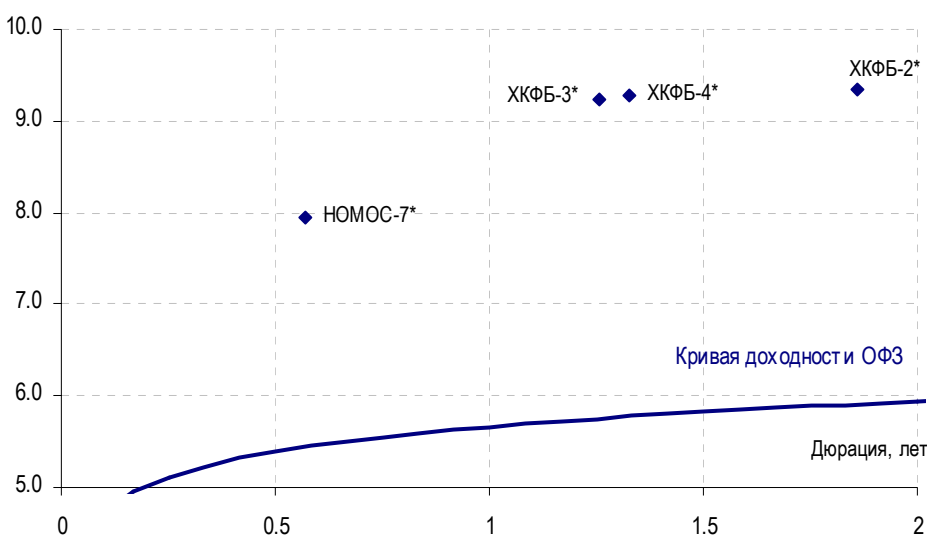
### Бизнес-профили банков абсолютно различны

Мы отмечаем, что НОМОС-банк и ХКФБ не пересекаются по направлениям бизнеса: первый специализируется в корпоративном сегменте с существенной инвестиционной составляющей, а второй работает только на рынке потребительского кредитования. Создание альянса может означать для НОМОС-банка получения технологий розничных продаж. Для акционеров группы Home Credit альянс с частным российским банком, вероятно, даст возможность диверсифицировать деятельность в России и получить доступ к корпоративному сегменту.

### Пока не ожидаем изменения спредов

В краткосрочной перспективе создание нового холдинга нейтрально с точки зрения доходности облигаций обоих банков. Закрытие сделки планируется на 4-й кв 2007г. Банки имеют одинаковые рейтинги по шкале Moody's – «Ва3». До появления подробной информации относительно структуры нового холдинга реакция рейтинговых агентств, вероятнее всего, ограничится изменением прогнозов. На наш взгляд, пока преждевременно говорить о появлении фундаментальных причин для сужения спредов облигаций двух банков

Доходность облигаций на 16 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

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

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

### **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	npatrahin@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) 225 9114

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.