

# Рублевые корпоративные облигации

27 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Петрокоммерц и Сеймар Альянс: неидеальная пара » *стр. 2*
- Оферты превращаются в погашения » *стр. 3*

## Индикаторы

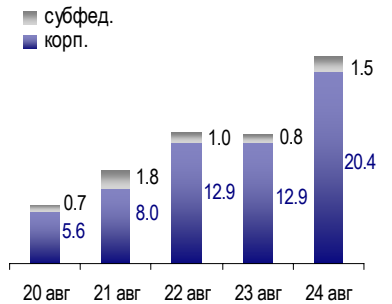
Долларов США за Евро	1.3679	+ 0.8 %
Рублей за доллар США	25.7510	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 69.75	+ 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.54%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.03%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	139	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	458.4	+ 23.1
Остатки на д/с, млрд руб.	406.3	- 40.0
Сальдо операций с ЦБ	- 204.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются выпуски Ренессанс Капитал-2 (3 млрд руб., 4 года) и Ренессанс Капитал-3 (4 млрд руб., 4 года)

## Объем торгов на ММВБ

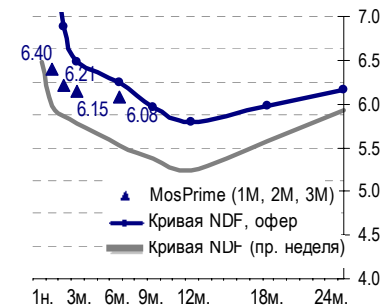


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 авг	Уплата акцизов, НДС
28 авг	Уплата налога на прибыль
6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.8 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам
20 сен	Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	101.80	+ 75	3.8	*7.30%
ФСК-4	101.20	+ 25	3.5	7.08%
ОГК-5	99.50	+ 20	1.9	*7.91%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.30	+ 50	2.7	7.28%
УРСИ-7	101.00	+ 25	1.4	*7.85%
МОЭСК-1	100.25	+ 10	3.4	8.13%

## Лидеры падения

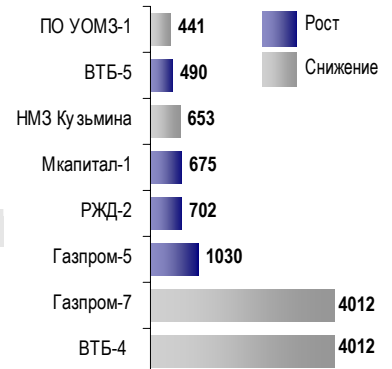
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	99.11	- 79	3.1	8.40%
Газпром-8	99.80	- 54	3.6	7.18%
ОГК-6	98.05	- 45	2.4	*8.55%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Тюменьэн-2	96.50	- 200	2.3	*9.45%
Кокс-1	100.50	- 50	1.8	8.84%
Ленэнерго-2	99.70	- 50	3.8	8.81%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Петрокоммерц и Сеймар Альянс: неидеальная пара

**Сеймар приостановил сделку по покупке контрольного пакета банка Петрокоммерц**

В субботу казахский холдинг Сеймар Альянс (SAFC) объявил о приостановлении сделки по покупке банка Петрокоммерц «до стабилизации ситуации на мировых рынках». Ранее сделку предполагалось завершить уже в сентябре, причем SAFC уже получила разрешение ФАС на приобретение контрольного пакета. Мы полагаем, что в текущей рыночной ситуации SAFC могла столкнуться с проблемой финансирования сделки. Более того, мы рассматриваем возможную отмену сделки как позитивный фактор с точки зрения кредитного профиля Петрокоммерца.

**Отмена сделки объясняется негативной рыночной конъюнктурой**

В начале июля SAFC провела на Лондонской бирже IPO Альянс Банка, основного актива группы. Объем средств, вырученных холдингом от продажи акций, составил около \$704 млн. Именно эти средства группа планировала направить на покупку 51% акций Петрокоммерца. По нашему мнению, резкое ухудшение конъюнктуры долгового рынка, в т.ч. рост доходности по облигациям казахских банков, стали одной из причин переноса сделки на неопределенный срок.

**Альянс Банк существенно зависит от долговых рынков**

Бизнес Альянс Банка в значительной степени зависит от глобального долгового рынка. По данным отчетности Альянса за 1-й квартал 2007 г., доля облигаций в совокупных обязательствах банка составляла более 30%. Еще примерно такая же доля приходилась на средства банков, включая синдицированные кредиты и двусторонние сделки. Поэтому средства, вырученные от IPO, вполне могут потребоваться для поддержки основного бизнеса группы, а вопрос финансирования M&A в условиях нестабильности долговых рынков станет второстепенным.

**Дополнительный фактор – переговоры о сохранении счетов ЛУКойла**

Дополнительным фактором, который мог повлиять на ход переговоров, является вопрос о сохранении в Петрокоммерце счетов ЛУКойла после смены собственников банка. По сведениям Коммерсанта, SAFC должен был получить 5-летнюю гарантию на сохранение в банке расчетных потоков ЛУКойла. Мы полагаем, что подобное соглашение не только выглядит слабым с юридической точки зрения, но и может противоречить интересам ЛУКойла: вряд ли нефтяной концерн заинтересован в фондировании независимого холдинга, стратегия которого в настоящее время предусматривает агрессивный рост потребительского кредитования в Казахстане.

**На связанные стороны приходится около 17% обязательств Петрокоммерца перед клиентами**

Судя по отчетности Петрокоммерца по МСФО за 2006 год, доля связанных сторон как в активах, так и в обязательствах банка нельзя назвать критически высокой. Общий объем остатков на счетах и депозитах клиентов, классифицируемых по МСФО как связанные стороны, составляла на конец 2006 года 13.7 млрд руб. – около 17% от совокупных средств клиентов. Доля связанных сторон в кредитном портфеле не превышала на конец года 5%.

**ЛУКойл – главный фактор поддержки; продажа банка SAFC может ослабить кредитный профиль**

В любом случае Петрокоммерц обладает достаточно сильным корпоративным бизнесом, стоимость которого уже не определяется только наличием или отсутствием средств связанных компаний. Мы рассматриваем «фактор ЛУКойла», прежде всего, как фактор поддержки акционеров. Мы полагаем, что кредитный профиль Петрокоммерца останется сильным в случае продажи контрольного пакета банка другому сильному инвестору, например, иностранному. На наш взгляд, SAFC, возможно, не является «идеальной парой» для Петрокоммерца, поэтому мы рассматриваем новость о приостановлении переговоров как умеренно-позитивную для оценки кредитного качества банка

### Основные показатели Банка Петрокоммерц по РСБУ, млрд руб.

Год	Совокупные активы	Кредитный портфель	Капитал	Счета корпоративных клиентов	Счета физ.лиц	ROAE, %	Достаточность капитала (ЦБ), %
1 п/г 2006	97.3	66.9	11.9	42.7	21.0	42.5%	13.9%
2006	129.4	93.9	16.5	57.2	26.3	22.9%	13.1%
1 п/г 2007	136.6	98.8	16.8	56.2	28.7	8.2%	12.3%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Облигации  
Петрокоммерца сильно  
«просели»...**

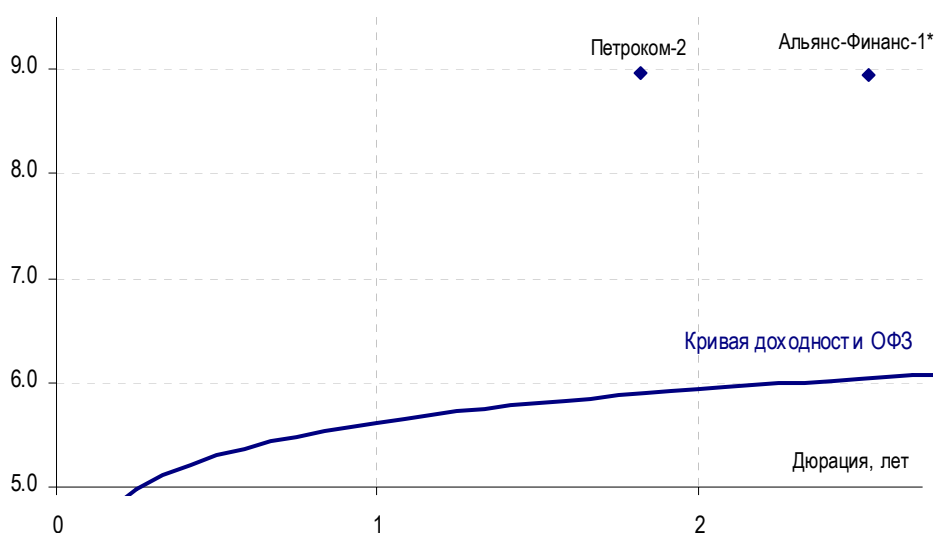
Облигации Петрокоммерца в последние недели существенно подешевели на фоне массовых продаж, особенно в банковском сегменте. Рублевый выпуск Петрокоммерц-2 торгуется ниже номинала (цена закрытия: 99.50%, доходность 8.97%, дюрация 1.8 года). Мы полагаем, что неопределенность в отношении будущих акционеров Петрокоммерца будет препятствовать восстановлению цен на бумаги банка. Тем не менее, возможное появление новостей о новом, более сильном инвесторе оставляет потенциал роста.

**...но выглядят  
привлекательнее чем  
Альянс-финанс**

В отличие от бумаг Петрокоммерца, рублевые облигации Альянс-финанс вряд ли представляют интерес для покупки. Доходность при размещении составила 8.93% к оферте через 3 года. Выпуск совсем недавно вышел на вторичные торги, и пока реальный уровень цены определить достаточно сложно. Если общая ситуация на рынке не улучшится, цены облигаций Альянс-финанс скорее будут снижаться.

Несмотря на достаточно высокие рейтинги Альянс Банка (Moody's Ba2, Fitch BB-), мы считаем, что его кредитный профиль в целом не сильнее российских ритейловых банков. Помимо рисков, связанных с качеством кредитного портфеля, мы также отмечаем риски рефинансирования, актуальные в настоящее время для банковской системы Казахстана.

### Доходность облигаций на 24 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка; \* – доходность при размещении

### Оферты превращаются в погашения

**Одно из последствий  
сжатия рублевой  
ликвидности –  
предъявление бумаг к  
офертам**

Дефицит рублевой ликвидности становится причиной предъявления к оферте значительной доли бумаг, по которым исполнение обязательств приходится на конец августа. Мы не ожидаем проблем кредитного характера у большей части российских эмитентов, возможно, за исключением отдельных компаний с очень высокой потребностью в рефинансировании. Однако мы вновь подчеркиваем, что база инвесторов российского рынка заметно сужается. В текущих условиях компаниям сложно найти адекватный спрос на свои долговые инструменты, поэтому рынок облигаций может восстановиться только на более высоких уровнях доходности.

**В пятницу исполнены  
оферты Отечественных  
лекарств и НМЗ  
Кузьмина...**

В пятницу были исполнены оферты по второму выпуску Отечественных лекарств и НМЗ им.Кузьмина. В первом случае новая ставка купона (5%) изначально означала выкуп облигаций эмитентом. НМЗ им.Кузьмина установил ставку купона на уровне 10.25%, который вполне мог бы считаться «рыночным» до начала периода падения цен на рублевые бумаги. Хотя доля предъявленных к оферте бумаг обоих эмитентов оказалась заметно ниже 100%, мы полагаем, что сложившаяся ситуация очень неблагоприятна для компаний, зависящих от рефинансирования долга.

**...ожидаем еще 5 на  
предстоящей неделе**

На текущей неделе через исполнение оферт пройдут 5 компаний:

28.08.2007г. АПК Аркада-2, объем 700 млн руб., купон 13.20%  
АЛПИ-Инвест-1, объем 1.5 млрд руб., купон 10.99%  
30.08.2007г. ВМК-финанс-1, объем 200 млн руб., купон 12.2%  
Никосхим-инвест-2, объем 1.5 млрд руб., купон 11.25%  
31.08.2007г. АПК ОГО-2, объем 1.2 млрд руб., купон 13.50%

Все перечисленные выпуски – относительно небольшие по объему и не слишком ликвидные.

**Внимание к рискам  
рефинансирования**

По нашему мнению, безболезненное исполнение пут-опционов в период сжатия ликвидности во многом зависит от доступа компаний к банковским кредитам. Мы полагаем, что для многих компаний финансирование досрочного выкупа облигаций входит в расширенный пакет услуг банков-организаторов. Тем не менее, стоимость обслуживания долга существенно возрастет практически для всех эмитентов, что отразится на финансовых показателях компаний с высокой долговой нагрузкой.

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

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

### **Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@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
Александр Глебов	aglebov@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) 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.