



# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

### Векселя «ПИК» - козырь в Вашей колоде

26 апреля в размере 10,2% годовых была утверждена процентная ставка пятого купона облигаций 5-го выпуска ОАО "Группа компаний ПИК". Ставки 6-8 купонов были приравнены к ставке 5-го купона.

Несмотря на то, что ставка купона была снижена эмитентом на 1,8 п.п. по сравнению с текущим купоном, мы оцениваем действия эмитента как правильные, полностью соответствующими последним тенденциям на рынке облигаций строительных компаний.

Текущая доходность к выкупу через год по второй оферте, которая составляет по текущим ценам 10,66% годовых, оценивается нами вполне адекватной ситуации на рублевом долговом рынке и изменениям произошедшим в компании.

Вместе с тем, векселя Группы компаний ПИК с погашением в сентябре – декабре 2006 года и доходностью 11,0-12,0% годовых кажутся нам недооцененными.

Мы рекомендуем к покупке векселя Группы компаний ПИК, а также облигации Банка Жилищного Финансирования, входящего в Группу, которые имеют поручительство со стороны головной компании холдинга - ОАО "Группа компаний ПИК".

Ценная бумага	Погашение / Оферта	Доходность, % годовых	Рекомендация
Облигации ПИК, 5	22 мая 2007 г.	10.660	Держать
Векселя "ГК "ПИК"	Сентябрь, 2006	11.500	Покупать
	Ноябрь, 2006	11.900	Покупать
	Декабрь, 2006	12.000	Покупать
Облигации Банк Жилищного Финансирования, 1	26 декабря 2006 г.	13.10	Покупать

26 апреля ОАО "Группа компаний ПИК" утвердила процентную ставку пятого купона по облигациям 5-го выпуска в размере 10,2% годовых. Ставки 6-8 купонов были приравнены к ставке 5-го купона. Таким образом, уровень ставок купонов на следующий год обращения был снижен эмитентом на 1,8 п.п.

Несмотря на столь существенное снижение ставки купонов, мы считаем, что доходность к выкупу по следующей оферте в мае 2007 года, которая по текущим ценам составляет 10,66% годовых, является справедливой и адекватной отражающей текущую ситуацию на рынке «строительных» облигаций и изменения, произошедшие в Группе компаний ПИК за последний год.

В последнее время на рынке «строительных» облигаций наблюдалась общая тенденция к снижению уровня процентных ставок, которая обусловлена, по нашему мнению, в первую очередь, изменением ситуации на рынке жилищного строительства. Стабильный рост цен на недвижимость, наметившийся с середины прошлого года, бурное развитие ипотечного кредитования, укрепление позиций лидеров – крупнейших строительных компаний, в т.ч. в результате изменений в законодательстве - все эти факторы привели к росту цен (снижению доходности) облигаций «строительного сегмента». Подробнее мы писали об этом в нашем отчете от 20 марта 2006 г. (<http://region.ru/TradeOperations/DebtMarket/MarketIdeas/>).

Как видно из представленной ниже таблицы, снижение ставок купонного дохода для строительных компаний лежит в пределах 1,50-3,50 п.п.

Выпуск	Объем эмиссии, млн. руб.	Дата погашения	"Старый"	"Новый"	Изменение купона, п.п.	Дюрация, лет	УТМ, % годовых
			купон, % годовых				
Главмосстрой-Финанс, 01	2 000	27.05.07	13.00	н.д.	-1.50	0.08	9.93
Главмосстрой-Финанс, 2	4 000	17.03.11	-	11.50		1.33	11.80
Группа Компаний ПИК, 5	1 120	20.05.08	12.00	10.20	-1.80	1.00	10.66
Группа ЛСР, 1	1 000	20.03.08	14.00	11.00	-3.00	0.88	11.54
Миракс Групп, 1*	1 000	19.08.08	12.50	11.50	-1.00	2.05	10.86
		22.08.06				0.32	8.23
СУ-155 Капитал, 1	1 500	30.03.07	14.00	10.50	-3.50	0.89	10.28
ЦУН ЛенСпецСМУ, 1**	1 000	22.04.10	15.50	12.00	-3.50	1.55	11.88

Основные параметры «строительных» облигаций. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН».\* погашение и оферта, \*\* понижающиеся купоны: 12.00; 11.75; 11.25 и 11.00.

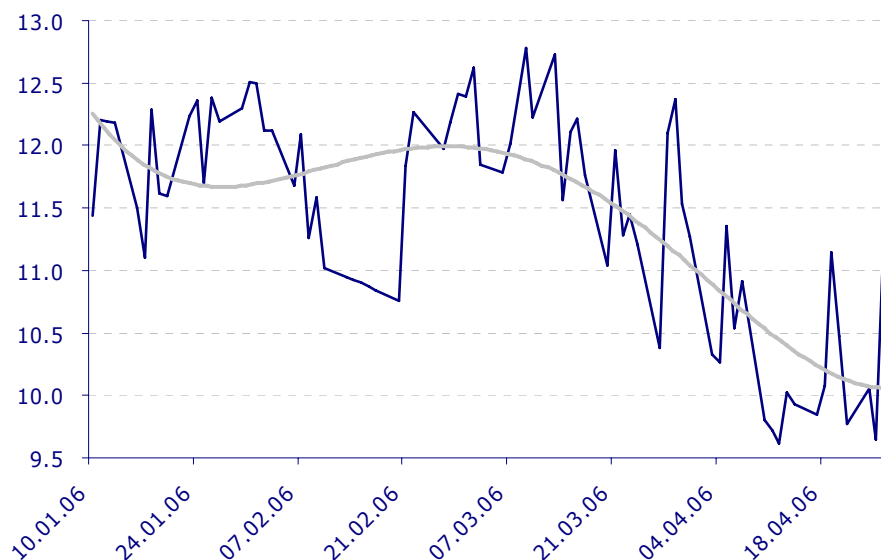
Снижение процентных ставок по облигациям было благоприятно воспринято инвесторами, о чем, в частности свидетельствуют итоги прохождения двух ofert в конце марта – начале апреля текущего года. 27 марта текущего года в соответствии с требованиями владельцев облигаций Группой ЛСР (г. Санкт-Петербург) было приобретено 291,116 тыс. облигаций, что составило около 29,1% объема выпуска. 7 апреля компания «СУ-155 Капитал» выкупила по оферте 16,9% дебютного выпуска облигаций общим объемом 1,5 млрд. рублей. В мае предстоит выкуп по оферте облигаций тремя строительными компаниями: ЦУН ЛенСпецСМУ, Группа компаний ПИК и Главмосстрой. По нашим оценкам, объявленные ставки следующих купонов по облигациям первых двух компаний позволит эмитентам пройти оферты достаточно безболезненно.

Выпуск	Дата оферты	Доля предъявленных по оферте выпуска, %
Группа ЛСР, 1	27 марта 2005 г.	29,1
СУ-155, 1	7 апреля 2006 г.	16,9
ЦУН ЛенСпецСМУ, 1	5 мая 2006 г.	-
Группа компаний ПИК, 5	25 мая 2006 г.	-
Главмосстрой, 1	27 мая 2006 г.	-
МИРАКС Групп, 1	22 августа 2006 г.	-

График прохождения ofert строительными компаниями. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН».

Что касается самой Группы компании ПИК, то за последний год следует отметить существенные изменения произошедшие в компании как с точки зрения динамики финансовых показателей, так и с точки зрения улучшения корпоративного управления. В 2005 г. была проведена структурная реформа Группы компаний ПИК, в результате которой существенно выросли масштабы бизнеса Группы, консолидированы основные активы на головной компании холдинга, которой стало ОАО «Группа компаний «ПИК». Объем строительства Группы в 2005 году в Москве и российских регионах вырос на 86% и составил 843 тыс. кв. м. (4-е место среди крупнейших строительных компаний). Рост масштабов деятельности ГК «ПИК» отражает объем привлеченного целевого финансирования, величина которого на конец 2005 года составила порядка 18,3 млрд. рублей (рост с начала года на 130%). Суммарные активы Группы компаний возросли за 2005 год фактически в 6 раз до 59,7 млрд. рублей, что связано с консолидацией на балансе активов ключевых предприятий Группы, а также новыми приобретениями активов. При этом рост активов продолжился и в 2006 году. В феврале т.г. ГК ПИК купила акции крупного регионального строителя – компании «Стройинвестрегион» (в 2002-2005 годах «Стройинвестрегион» построил 381,6 тыс. кв. метров жилья, на 2006 год запланировано 318 тыс. кв. метров, оборот компании составляет порядка 3 млрд. рублей в год). Собственный капитал Группы компаний ПИК составляет порядка \$1 млрд.

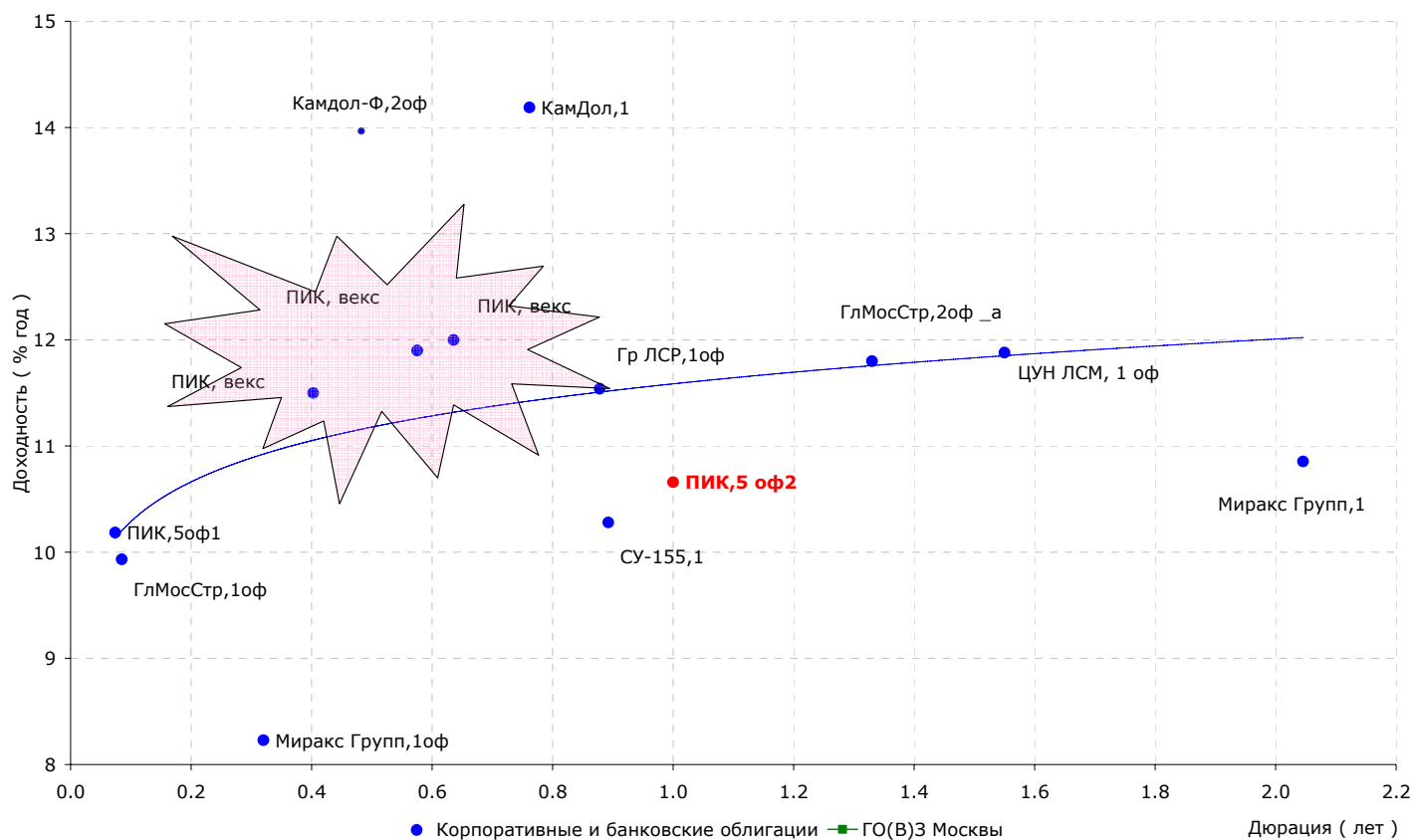
Следует подчеркнуть, что основной бизнес Группы сконцентрирован на 5-ти компаниях, отчетность по которым регулярно раскрывается и публикуется.



Доходность облигаций ПИК-5 к ofercie. Источник: ГК «РЕГИОН».

Исходя из вышесказанного, мы считаем уровень доходности 5-го выпуска облигаций Группы компаний «ПИК» к следующей ofercie в размере 10,66% годовых справедливым на текущий момент. При этом обращающиеся векселя Группы компаний ПИК с погашением в октябре – декабре 2006 года и доходностью 11,0-12,0% годовых кажутся нам недооцененными. Мы рекомендуем к покупке векселя Группы компаний «ПИК».

Кроме того, мы рекомендуем обратить внимание на облигации Банка Жилищного Финансирования, входящего в Группу компаний «ПИК», которые имеют поручительство со стороны головной компании холдинга - ОАО "Группа компаний ПИК". Текущая доходность составляет порядка 13,1% годовых при дюрации до oferty 0,64 года.



«Кривая» доходности облигаций строительных компаний и векселей ГК ПИК. Источник: ГК «РЕГИОН».

**Группа компаний «РЕГИОН»**

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: [www.regiongroup.ru](http://www.regiongroup.ru)

**Операции с акциями****Руководитель департамента:**

Павел Ващенко (доб.335; e-mail: [vaschenko@regnm.ru](mailto:vaschenko@regnm.ru))

**Клиентское обслуживание:**

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: [vladimirov@regnm.ru](mailto:vladimirov@regnm.ru))

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: [rita\\_petrova@regnm.ru](mailto:rita_petrova@regnm.ru))

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: [java@regnm.ru](mailto:java@regnm.ru))

**Трейдеры:**

Алексей Цырульник (доб.147; e-mail: [alexiz@regnm.ru](mailto:alexiz@regnm.ru))

Марина Муминова (доб.157; e-mail: [muminova@regnm.ru](mailto:muminova@regnm.ru)) и (095) 264-43-72 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: [frash@regnm.ru](mailto:frash@regnm.ru))

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: [letfullin@regnm.ru](mailto:letfullin@regnm.ru))

Орловский Максим (доб.534; e-mail: [orlovskiy@renm.ru](mailto:orlovskiy@renm.ru))

**Операции с векселями**

Павел Голышев (доб.303; e-mail: [golyshev@regnm.ru](mailto:golyshev@regnm.ru))

Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: [vys@regnm.ru](mailto:vys@regnm.ru))

Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: [lenash@regnm.ru](mailto:lenash@regnm.ru)),

Новикова Валентина (доб.543; e-mail: [valentine@regnm.ru](mailto:valentine@regnm.ru))

**Организация программ долгового  
Финансирования**

Олег Дулебенец ( доб.584; e-mail: [dulebenets@regnm.ru](mailto:dulebenets@regnm.ru) )

Константин Ковалев (доб.547; e-mail: [kovalev@regnm.ru](mailto:kovalev@regnm.ru))

**Аналитическое и информационное  
Обслуживание****Директор по аналитике и информации:**

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: [khodorovsky@regnm.ru](mailto:khodorovsky@regnm.ru))

**Анализ финансовых рынков:**

Александр Ермак (долгового рынок) (доб.405; e-mail: [aermak@regnm.ru](mailto:aermak@regnm.ru))

Константин Комиссаров (долгового рынок) (доб.428; e-mail: [komissarovl@regnm.ru](mailto:komissarovl@regnm.ru))

**Отраслевой и макроэкономический анализ:**

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: [vva@regnm.ru](mailto:vva@regnm.ru))

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: [shago@regnm.ru](mailto:shago@regnm.ru))

**Операции с облигациями**

Сергей Гуминский (доб.433; e-mail: [guminskiy@regnm.ru](mailto:guminskiy@regnm.ru))

Петр Костиков (доб.471; e-mail: [kostikov@regnm.ru](mailto:kostikov@regnm.ru))

Игорь Каграманян (доб.575; e-mail: [kia@regnm.ru](mailto:kia@regnm.ru))

**Доверительное управление**

Сергей Малышев (доб.120; e-mail: [smalyshev@regnm.ru](mailto:smalyshev@regnm.ru)),

Данила Шевырин (доб.178; e-mail: [she\\_dv@regnm.ru](mailto:she_dv@regnm.ru)),

Екатерина Колотыркина (доб.180; e-mail: [kolot@regnm.ru](mailto:kolot@regnm.ru))

**Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>**

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.