

Рублевые корпоративные облигации

10 сентября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Ситроникс: результаты I полугодия » стр. 2

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Очередная аномалия с ликвидностью » стр. 4

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

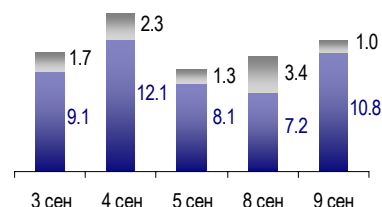
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4127	– 1.0 %
Рублей за доллар США	25.3188	– 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 101.46	– 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	10.25%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	+ 0 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	807.3	+ 798.9
Остатки на д/с, млрд руб.	74.3	– 9.1
Сальдо операций с ЦБ	– 260.0	

Объем торгов на ММВБ

■ субфед.
■ корп.

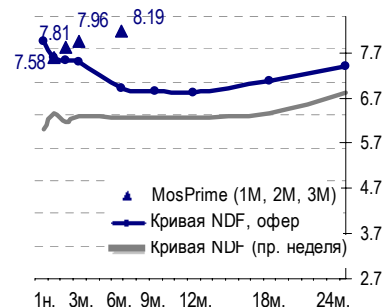


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (9 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.2 года)
11 сен	Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
15 сен	Аукцион ОБР-7 (250 млрд руб., погашение 16 марта 2009 года)
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Уплата ½ суммы акцизов
16 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВТБ-6	99.97	+ 42	0.8	*8.91%
Газпром-4	99.45	+ 10	1.4	8.82%
Газпром-7	98.05	+ 10	1.1	8.80%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Тюменьэн-2	93.93	+ 23	1.4	*12.45%
ВТБ Лизинг-1	99.90	+ 18	0.2	*9.04%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	91.00	– 180	1.7	13.87%
ОГК-6	95.00	– 90	1.5	*11.30%
ОГК-5	98.43	– 54	1.0	*9.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-3	98.00	– 142	1.8	10.07%
ЮТК-3	97.51	– 117	1.0	11.04%
Дальсвязь-2	99.00	– 95	1.5	*9.73%

Лидеры по оборотам

	Обороты	Изменение
ВолгаТел-3	201	Рост
Газпром-4	244	Снижение
Настюша-1	301	Рост
Транскредит-3	324	Снижение
ВТБ Лизинг-1	494	Рост
АЛПИ-1	501	Снижение
МИАН-1	559	Рост
КБРенКап-1	1778	Снижение

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Ситроникс: результаты I полугодия

Сильные операционные результаты по сравнению с 2007 годом

Вчера Ситроникс опубликовал неаудированные финансовые результаты по US GAAP за I полугодие 2008 года. Компания продемонстрировала достаточно сильные результаты на операционном уровне: выручка выросла на 45% к 1H2007, при этом рентабельность OIBDA удерживается на уровне 5%. Однако долг Ситроникса увеличился почти на 50% в I полугодии в связи с дополнительным финансированием оборотного капитала и расширением инвестиционной программы. В результаты мы пересматриваем оценку долговой нагрузки Долг/OIBDA по итогам 2008 года до уровня 8х.

Финансовые результаты Ситроникса по US GAAP (млн долл.)

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Валовый Долг	Долг / OIBDA, раз	OIBDA / Проценты, раз
2005	953	154	16.1%	112	0.7	15.7
2006	1 611	173	10.7%	498	2.9	5.4
2007	1 620	(71)*	-	512	-	-
1H2008	927	46	5.0%	746	8.1	2.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

* – величина OIBDA скорректирована на расходы по опционной программе для менеджмента

После смены менеджмента осенью прошлого года, компания начала приносить прибыль на операционном уровне. Результаты Ситроникса за I половину 2008 года свидетельствуют о постепенном улучшении финансовых результатов трех ключевых сегментов:

- *телекоммуникационные решения (38% общей выручки)*: доходы за последний квартал выросли на 25% к 1Q2008, маржа OIBDA остается на уровне 4%;
- *IT-решения (42%)*: в I полугодии доходы выросли на 37% по отношению к аналогичному периоду 2007 года. Некоторое снижение выручки за 2Q2008 к предыдущему кварталу (–6%) может быть связано с неравномерным графиком выполнения проектов. Рентабельность OIBDA немного увеличилась во II квартале на 0.5 п.п. до 3.4%;
- *микроэлектронные решения (17%)* продолжают демонстрировать очень сильную динамику: выручка за II квартал выросла на 31% к 1Q2008 благодаря увеличению продаж бесконтактных транспортных карт, рентабельность OIBDA увеличилась до 24.4% во II квартале (15.2% – в 1Q2008).

Повышен прогноз по выручке до \$2 млрд

Слабые результаты показывает направление потребительской электроники, которое остается убыточным на операционном уровне. Однако влияние этого сегмента на общие финансовые результаты концерна не является значительным (OIBDA -\$4 млн в 2Q2008). Вчера менеджмент Ситроникса повысил ориентир по годовой выручке до \$2 млрд (+24% к 2007 г.) и подтвердил нижнюю границу рентабельности OIBDA на уровне 5%.

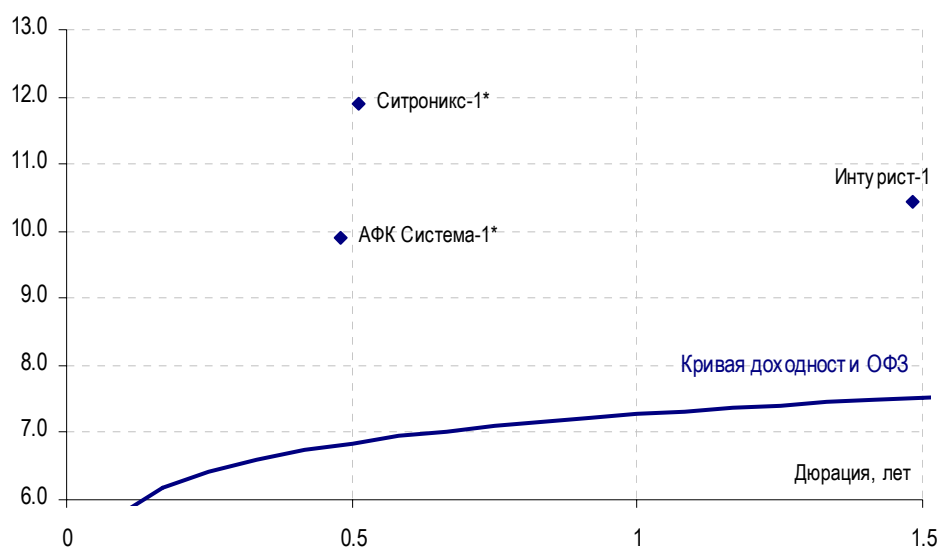
Пересмотрен объем инвестпрограммы, новый прогноз Долг/OIBDA по итогам 2008 г. – около 8х

Объем капитальных затрат в I полугодии составил \$140 млн, из которых \$117 млн пришлось на приобретение 36% акций дочерней компании Квазар-Микро. Таким образом, инвестиции за I полугодие превысили ранее озвученный ориентир на 2008 г. в \$100-110 млн. Новый планируемый объем капитальных вложений в текущем году составляет \$200 млн. При условии реализации прогнозов менеджмента, долговая нагрузка Долг/OIBDA по итогам 2008 года составит около 8х.

Ключевой фактор кредитного качества – поддержка материнской АФК Система

Поскольку финансовые показатели Ситроникса остаются достаточно слабыми, ключевым фактором кредитного качества компании является высокая вероятность поддержки со стороны материнской АФК Система. Напомним, что концерн реализует ряд принципиально значимых проектов по заказу Системы, кроме того, выпуск еврооблигаций Системы предусматривает условие cross-default по Ситрониксу.

Доходность облигаций на 9 сентября



Источники: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Очередная аномалия с ликвидностью

Вчера, в системе распределения банковской ликвидности произошла аномалия: при дефиците краткосрочной ликвидности, оцениваемом нами на уровне 160 млрд. руб., банки заняли у Банка России посредством операций РЕПО 260 млрд. руб. В результате объем корсчетов превысил рекордную для данного периода времени отметку в 800 млрд. руб. При этом ставки денежного рынка практически не отреагировали на столь существенные колебания банковской ликвидности и весь день держались на уровне 7%-8%, из чего можно заключить, что эти 100 млрд. руб., занятые у Банка России, были далеко не лишними.

Таким образом, Банк России впервые серьезно просчитался с максимальным размером средств на первом аукционе РЕПО, определив его на уровне 170 млрд. руб. Оставшиеся 90 млрд. руб. банки добрали на вечернем аукционе РЕПО. Мы прогнозировали, что подобные ошибки неизбежны, так как в российской банковской системе возникновение «заторов» в распределении ликвидности далеко не редкость, особенно в столь беспокойное время. У нас есть два объяснения вчерашней ситуации: либо банки подстраховались перед сегодняшним изъятием бюджетных депозитов объемом 119 млрд. руб. (хотя это не совсем логично, так как РЕПО можно было взять сегодня и не платить лишние проценты), либо в связи с распродажей акций произошла концентрация рублевой ликвидности.

Из-за подобных всплесков спроса на ликвидность, возможности системы рефинансирования могут исчерпаться совершенно неожиданно для денежных властей. Мы считаем, что рост краткосрочных ставок выше 8% может начаться, если объем РЕПО с ЦБ приблизится к уровню 350 млрд. руб. Это может произойти уже на этой неделе, если вчерашняя ситуация повторится, и банковской системе опять понадобится лишних 100 млрд. руб. Но даже без таких аномалий в следующий понедельник объем РЕПО с ЦБ, по нашим оценкам, должен достигнуть 300 млрд. руб. в связи с уплатой ЕСН и акцизов. В последующие дни мы ожидаем снижения напряженности на денежном рынке, так как необходимые средства должен предоставить Минфин в ходе очередных депозитных аукционов.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.