Рублевые корпоративные облигации

18 сентября 2008 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Патовая ситуация » стр. 2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

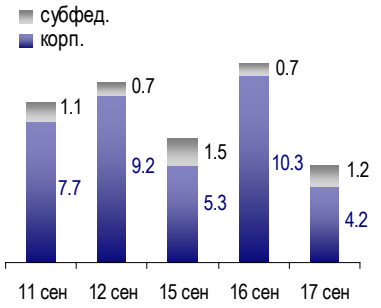
- Волгателеком: результаты 1п2008 по МСФО » стр. 3

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4119	– 1.0 %
Рублей за доллар США	25.5042	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 93.16	+ 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	10.27%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	7.04%	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	808.4	+ 92.9
Остатки на д/с, млрд руб.	70.4	– 1.7
Сальдо операций с ЦБ	– 443.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

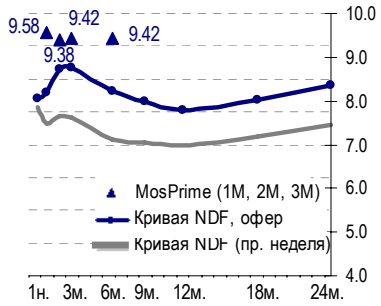


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 сен	Уплата НДПИ, ½ суммы акцизов
29 сен	Уплата налога на прибыль
8 окт	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (4 млрд руб., дюрация 2.9 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	101.00	+ 150	0.3	3.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	93.00	+ 275	0.9	19.25%
ВТБ Лизинг-1	100.00	+ 90	0.2	*8.42%
Система-1	99.00	+ 80	0.5	*11.97%

Лидеры падения

1 эшелон

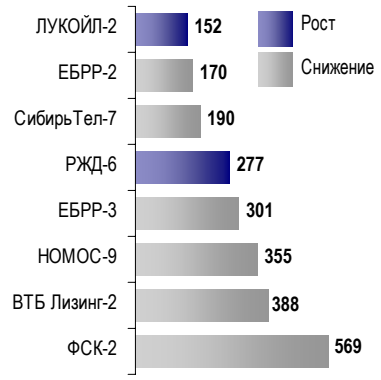
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВТБ-5	98.40	– 50	0.6	*11.89%
Газпром-4	98.51	– 49	1.3	9.59%
РЖД-8	93.50	– 25	2.5	11.58%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	65.00	– 700	2.8	25.84%
ХКФБ-5	90.00	– 600	0.6	*35.48%
МиГ-2	98.00	– 130	0.9	*14.77%

*к оферте

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Raiffeisen BANK

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Патовая ситуация

Вчера вечером, после того как прошли две получасовые сессии РЕПО, стало окончательно ясно, что большой объем сделок РЕПО исполнен не будет. По нашим оценкам, крупные и средние банки, которые активно предоставляли ликвидность на этом рынке, оказались владельцами облигаций и акций на десятки миллиардов рублей, в то время как их контрагенты - банки и инвестиционные компании - оказались в состоянии технического дефолта. Ситуация патовая: как только торги на фондовой бирже откроются, добросовестные контрагенты согласно внутренним процедурам должны будут реализовать обеспечение, что еще больше обвалит цены этих бумаг. В то же время, рынок РЕПО сможет начать хоть как-то функционировать только после восстановления торгов на базовые активы.

Для преодоления кризиса ЦБ принял решение о резком сокращении нормативов ФОР. В результате завтра банки смогут получить, по нашим оценкам, около 240 млрд. руб. и рассчитаться хотя бы по части своих обязательств. Кроме того, уже сегодня кредитные организации смогут держать значительно меньше средств на корсчетах при использовании механизма усреднения ФОР. Где возьмут средства инвестиционные компании - пока не ясно.

Сейчас очень сложно оценить, насколько облегчится ситуация в пятницу. Однако для нас очевидно, что ряду банков денег от снижения ФОР не хватит для исполнения всех своих обязательств перед другими участниками рынка. К примеру, банк КИТ-Финанс получит, по нашим оценкам, всего около 1.5 млрд. руб. по сравнению с озвученной в прессе суммой обязательств на 6-10 млрд. руб. Поэтому проблема с большим объемом нереализованного обеспечения не может быть решена только за счет снижения норм резервирования.

Мы считаем, что есть три наиболее вероятных пути благополучного разрешения нынешнего кризиса:

- Крупные держатели обеспечения (на наш взгляд, это не более 10 банков) договорятся между собой о моратории на продажу этих бумаг до частичного восстановления рынка
- Крупный государственный банк осуществит напрямую либо через фондовый рынок выкуп этого обеспечения
- Участникам рынка, которые не выполнили обязательства, денежные власти напрямую либо через госбанки окажут финансовую помощь

Но даже если ситуация разрешится благополучно, говорить о скором восстановлении доверия между участниками денежного рынка не стоит. А в подобной ситуации любое сокращение ликвидности одного или нескольких банков, вызванное выплатой налогов или выводом средств клиентами, может привести к возникновению опасности новых дефолтов. С другой стороны, мы считаем маловероятным, что проблемы мелких и средних банков перекинутся на крупнейшие банки страны из первой десятки: размер неисполненных сделок РЕПО не является критичным для их устойчивости.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Волгателеком: результаты 1п2008 по МСФО

Волгателеком – монополист местной связи и рынка ШПД в Приволжье

Волгателеком (S&P: BB-; Fitch: BB-) отчитался за 1п2008 года по МСФО. Мы считаем, что кредитный профиль компания является одним из наиболее сильных среди всех межрегиональных компаний связи, принадлежащих госхолдингу Связьинвест. Зоной покрытия Волгателекома является Приволжский Федеральный Округ (ПФО) за исключением Башкирии, Татарстана и Пермской области. Компания занимает 86% рынка услуг традиционной связи и 60% рынка ШПД, а также предоставляет услуги сотовой связи (доля рынка около 17%).

Финансовые результаты Волгателеком по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	25 226	8 803	34.9%	13 132	1.5	8.6
2007	30 036	11 090	36.9%	15 616	1.4	9.8
1п2008	15 764	6 202	39.3%	16 586	1.3	9.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки в 1п2008 заметно замедлился

Результаты Волгателекома за 1п2008 года демонстрируют вполне ожидаемое замедление темпов роста выручки компании: +5% (приведенный к годовому исчислению) против +19% за весь 2007 год. Мы отмечаем, что резкий рост выручки в 2007 году стоит отнести к разовым событиям, т.к. он был обусловлен введением трехуровневой системы тарификации и принципа «платит звонящий», что позволило МРК значительно увеличить доходы от местной и внутризоновой связи.

Высокая доля доходов от нерегулируемых услуг – позитивный фактор для рентабельности

Рост выручки и рентабельности Волгателекома в 1п2008 года произошел во многом благодаря сегменту услуг с высокой добавленной стоимостью. Так, несмотря на жесткую конкуренцию, доходы сотового сегмента увеличились на 15.5%, а в сегменте ШПД был зафиксирован 60%-й рост, что составило порядка 70% от общего прироста выручки компании в 1п2008 года. Достаточно высокая доля нерегулируемых услуг в доходах компании (27%) положительно сказывается на общем уровне ее рентабельности – Волгателеком обладает одним из наиболее высоких уровней рентабельности по EBITDA среди всех МРК.

Показатели эффективности выглядят достаточно хорошо

Волгателеком демонстрирует достаточно неплохие показатели эффективности – на одного сотрудника компании приходится порядка 231 линий. За последний год Волгателеком сократил порядка 10% персонала, однако индексация заработных плат нивелировала эффект экономии, и *de facto* доля расходов на оплату труда снизилась незначительно до 34% с 35.5% на конец 1п2007 года. Среди факторов, оказывающих положительное влияние на рентабельность компании, также стоит отметить достаточно высокий уровень цифровизации сетей Волгателекома (74%) и большое количество абонентов, пользующихся безлимитным тарифом в местной связи (порядка 70%).

Мы не ожидаем увеличения долговой нагрузки

Инвестиционная программа Волгателекома на 2008 год составляет 7 млрд рублей, что значительно меньше планируемой EBITDA за 2008 год и в случае успешного рефинансирования краткосрочной задолженности будет целиком осуществлена за счет собственных средств. Объем краткосрочного долга, который компании необходимо рефинансировать во 2п2008 года, составляет порядка 6.9 млрд рублей. Волгателеком планирует заместить эти ресурсы за счет привлечения банковских кредитов и выпуска CLN. Исходя из того, что компания уже привлекла порядка 4 млрд рублей кредитных ресурсов, мы полагаем, что ее долговая нагрузка не изменится по результатам 2008 года, даже если остальную часть долга придется погасить за счет собственных средств.

Кредитный профиль Волгателекома один из наиболее сильных среди прочих МРК

В целом мы считаем, что Волгателеком отличается достаточно сильными кредитными характеристиками компании среди прочих МРК. В текущей конъюнктуре рынка нам достаточно сложно давать комментарии касательно «справедливой» доходности рублевых выпусков компании, однако мы отмечаем, что котировки рублевых бондов Волгателекома должны находиться в зоне одной кривой доходности с выпусками Сибирьтелекома, Уралсвязьинформа и Северо-Западного Телекома.

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.