

Рублевые корпоративные облигации

25 сентября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Результаты Дальсвязи по МСФО за 1п2008 года » стр. 2

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

- Послекризисные продажи» стр. 3

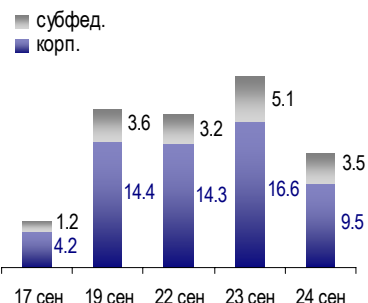
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4611	– 0.2 %
Рублей за доллар США	25.2418	– 1.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.97	– 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	10.61%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.94%	+ 1 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	751.8	– 76.3
Остатки на д/с, млрд руб.	387.6	+ 70.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 124.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

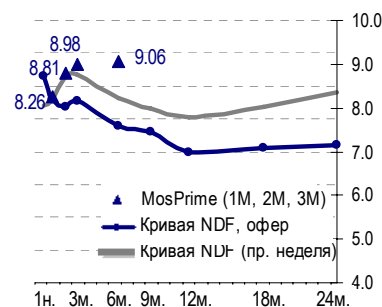


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 сен	Уплата НДС, 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. %
ГидроОГК-1	87.80	+ 780	2.5	13.98%
ВТБ-6	99.57	+ 357	0.8	*9.47%
ЛУКОЙЛ-3	95.00	+ 250	2.8	9.12%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГАЗ	97.98	+ 348	0.4	*15.42%
УРСИ-6	99.49	+ 145	0.2	*11.75%
ВБД-3	99.26	+ 106	0.4	*11.34%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	81.99	– 326	4.2	12.54%
ВТБ-5	97.98	– 172	0.6	*12.84%
Вымпелком-1	92.75	– 125	1.3	*15.83%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	82.99	– 601	1.6	*21.62%
Х5-1	85.00	– 600	1.7	*18.56%
Иркут-3	92.00	– 470	1.8	13.93%

Лидеры по оборотам

	Обороты	Изменение
Кокс-1	245	Рост
Вымпелком-1	252	Снижение
Газпром-8	280	Рост
Кедр-3	300	Рост
Мечел-2	434	Рост
КИТ Финанс-2	752	Рост
ГидроОГК-1	1057	Рост
ХКФБ-3	1247	Рост

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Результаты Дальсвязи по МСФО за 1п2008 года

Дальсвязь - монополист услуг связи в ДФО - отчитался за 1п2008 по МСФО

Дальсвязь (Fitch: B+) отчитался за 1п2008 года по МСФО – результаты компании выглядят весьма позитивно. Дальсвязь, самая маленькая из всех МРК, обладает развитой инфраструктурой в Дальневосточном федеральном округе и республике Якутия и доминирует в сегментах местной и внутризональной связи и новых услуг (доли рынка 90%, 99% и 80% соответственно). Компания также представлена на рынке сотовой связи где, однако, существенно уступает операторам «большой тройки», что выражается в продолжающемся сокращении ее, и без того скромных, рыночных позиций, а также ARPU. В общем, доля компании на Дальневосточном и Якутском рынке связи составляет около 30%.

Финансовые результаты Дальсвязи по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	10 899	2 903	26.6%	6 619	2.3	5.4
2007	15 001	4 607	30.7%	6 884	1.5	8.4
1п2008	7 774	2 877	37.0%	5 885	1.0	н/д

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Рост финансовых показателей обеспечивается высокорентабельным сегментом ШПД

Результаты Дальсвязи за 1п2008 года демонстрируют схожую с остальными МРК динамику - замедление темпов роста выручки компании на фоне растущей рентабельности. Увеличение выручки Дальсвязи произошло благодаря сегменту широкополосного доступа в Интернет (ШПД), в котором был зафиксирован 63%-й рост по сравнению с результатами компании за 1п2007 года. Позитивным фактором является относительно небольшая доля доходов от регулируемых государством услуг местной связи (38% на 1п2008), что вместе с растущей долей доходов от высокомаржинального сегмента ШПД (23% на 1п2008) позитивно сказывается и на рентабельности компании.

Показатели эффективности весьма слабые

Слабой стороной Дальсвязи является ее достаточно низкая эффективность – количество линий на одного сотрудника составляет всего лишь 111 на конец 2007 года. Несмотря на высокую долю городского населения в регионе (более 70%) и высокий уровень цифровизации сети (75% на конец 2007 года, план на 2008 - 81%), обязанность по обслуживанию огромной территории с низкой плотностью населения определяет высокий уровень операционных затрат компании. Хотя Дальсвязь и продолжает сокращение штата, индексация зарплат в 2008 году привела к тому, что доля затрат на персонал в структуре расходов практически не изменилась и составила 38% в 1п2008 года против 40% за аналогичный период прошлого года.

Мы полагаем, что долговая нагрузка компании продолжит сокращаться...

Инвестиционная программа Дальсвязи на 2008 год составляет 3.6 млрд. рублей и финансируется в основном за счет собственных ресурсов. Согласно планам компании, озвученным ранее, по результатам 2008 года объем долга должен возрасти лишь на 7%, однако фактически мы видим его сокращение на конец 1п2008. Планов по привлечению новых кредитных ресурсов озвучено не было, и мы полагаем, что с учетом роста EBITDA по результатам 2008 года долговая нагрузка компании составит меньше 1х Долг/EBITDA.

... чему также может поспособствовать продажа сотовых активов

Мы также отмечаем, что компания планирует продать свое подразделение мобильной связи и есть сильный претендент на эти частоты (Вымпелком). В случае если сделка состоится, за счет этих денег компания получит дополнительный источник финансирования инвестиций в новых сегментах, не увеличивая при этом долговую нагрузку.

Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Дальсвязи, но отмечаем ее малый размер и сложный регион присутствия

На рынке рублевых облигаций Дальсвязь представлена двумя низколиквидными выпусками второй и третьей серии. В целом, мы считаем, что кредитные характеристики Дальсвязи выглядят лучше, чем у многих МРК. Тем не менее, относительно небольшой размер компании и достаточно сложный и конкурентный регион ее присутствия ограничивают потенциал развития в сегментах традиционной связи, что, по нашему мнению, должно обеспечивать премию к выпускам более качественных МРК (к примеру, УРСИ) на уровне 50 б.п.



**Raiffeisen
BANK**

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

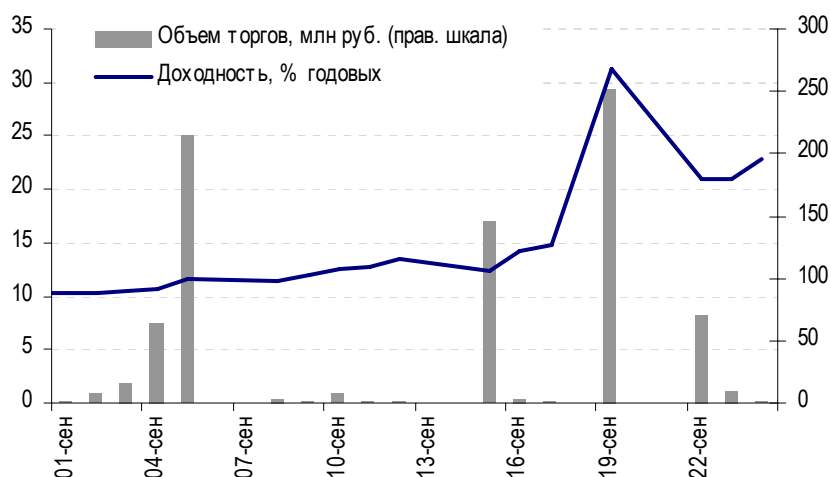
Послекризисные продажи

Всю эту неделю на рынке облигаций наблюдаются спорадические продажи по всему спектру бумаг, вызывающие обвал цен то по одному, то по другому выпуску (характерным примером служат облигации 7Конт-2, см. рис). По нашему мнению, подобная распродажа связана с попытками участниками рынка закрыть сделки РЕПО.

Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк, практически единственные источники ликвидности на рынке РЕПО, хотя и дают деньги относительно недорого (по нашей информации, около 12%), вне зависимости от контрагента, но далеко не под все бумаги: фактически они сформировали список, близкий к Ломбардному, но с несколько более мягкими требованиями. Поэтому, если облигация не входит в этот заветный список, то у владельца, использовавшего для ее приобретения леввередж, есть два пути: либо попытаться пролонгировать сделку РЕПО со своим прежним контрагентом по ставке 20%-40% и дисконту в районе 30% или продать бумагу. Очевидно, что бесконечно «тянуть» РЕПО по таким высоким ставкам невозможно, поэтому на продажу поступает все больше бумаг.

Мы считаем, что если доверие на рынке РЕПО в ближайшее время не восстановится и/или государственные банки не смягчат требования к залому, то банкам и инвестиционным компаниям, ранее фондировавшимся на этом рынке, придется значительно сократить свой облигационный портфель, снизив леввередж. Очевидно, что такие вынужденные продажи производятся с большим убытком, который увеличивается в разы за счет леввереджа. В связи с этим, у многих мелких и средних финансовых институтов результат работы за третий квартал будет далеко не радостным. Кроме того, можно ожидать значительного увеличения концентрации портфеля облигаций у нескольких крупных участников рынка.

Динамика доходности облигаций 7 Континент



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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	tfazullin@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.