

# Рублевые корпоративные облигации

1 октября 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### ЭКОНОМИКА

- Долгосрочные риски господдержки » стр. 2

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

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

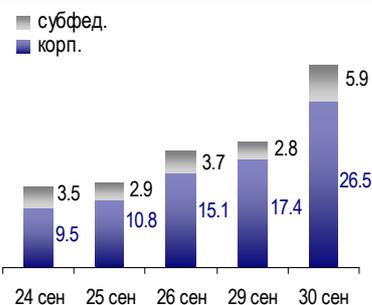
## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4416	- 1.3 %
Рублей за доллар США	25.2831	+ 1.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 97.44	+ 6.9 %
Москва-39, дох. % год.	9.51%	- 77 б.п.
Россия-30, дох. % год.	7.12%	- 8 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	702.4	+ 19.8
Остатки на д/с, млрд руб.	154.0	- 46.7
Сальдо операций с ЦБ	- 105.6	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

## Объем торгов на ММВБ

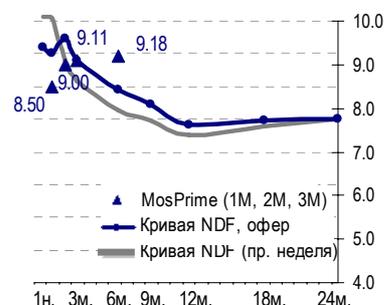


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

29 сен	Уплата налога на прибыль
2 окт	Заседание ЕЦБ по ставкам
8 окт	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (4 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.2 года)
15 окт	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата 1/2 суммы акцизов
20 окт	Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	99.50	+ 710	3.5	7.84%
ФСК-4	94.20	+ 420	2.6	9.79%
АИЖК-10	72.30	+ 230	5.2	14.88%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	98.48	+ 848	2.0	10.01%
ЮТК-5	90.03	+ 703	1.6	*14.98%
Зенит-2	100.20	+ 370	0.4	7.96%

## Лидеры падения

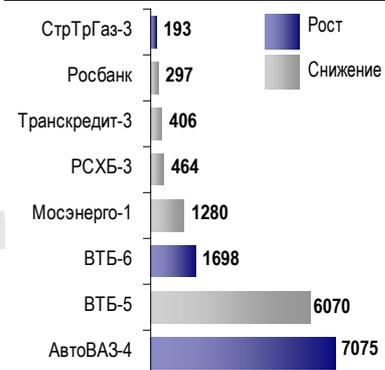
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	91.75	- 475	1.9	12.22%
РСХБ-3	92.00	- 265	1.3	*14.34%
Вымпелком-1	91.00	- 290	1.2	*17.67%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-6	90.50	- 550	0.4	*41.67%
Ленэнерго-2	67.70	- 330	2.8	24.23%
МТС-3	97.00	- 225	1.6	*10.91%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к офферте

## ЭКОНОМИКА

### Долгосрочные риски господдержки

Сегодня первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев рассказал о подробностях тех антикризисных мер, которые в понедельник озвучил Владимир Путин. Похоже, власти хотят заложить в ряд из них механизмы, ограничивающие масштаб государственной поддержки банковской системы и экономики в целом. Однако мы не уверены, что, столкнувшись с реальной перспективой сокращения объемов банковского кредитования и значительного падения экономического роста, государство сможет до конца выдержать эту линию.

Г-н Улюкаев заявил, что ВЭБ будет предоставлять средства компаниям для рефинансирования внешней задолженности только до конца 2009 года и по ставке, которая будет стимулировать заемщиков в случае появления такой возможности самостоятельно погашать долги. Кроме того, заемщик должен будет согласовывать с ВЭБом привлечение новых иностранных займов. Таким образом, предполагается, что эта мера станет временной и будет достаточно сильно ограничивать использование государственных ресурсов для экспансии бизнеса компании-заемщика. И все же мы сомневаемся, что для таких компаний, как Газпром или РЖД, ВЭБ не сделает исключения и не разрешит брать иностранные кредиты на цели финансирования инвестиционных проектов. Что касается процентной ставки, то определить ее адекватный уровень также будет очень сложно: нынешние рыночные уровни завышены, а докризисные, очевидно, занижены.

По нашему мнению, для того, чтобы эффективно ограничить использование средств ВЭБа исключительно целями рефинансирования иностранной задолженности необходимо предусмотреть условия, принятые в практике международного кредитования. Хорошим примером являются ковенанты при структурировании синдицированных кредитов, подразумевающие, например, ограничение на новые заимствования: в случае, если компания привлекает новый долгосрочный кредит, средства от него должны в первую очередь идти на погашение задолженности перед ВЭБом. А для того, чтобы стимулировать компанию быстрее возратить государственный кредит, может применяться step-up clause, т.е. отсроченное повышение процентной ставки.

Что касается пакета мер Банка России по поддержке финансовой системы, который включает теперь «страхование» Сбербанка, ВТБ и Газпромбанка на рынке МБК, беззалоговое кредитование банков, а также новую инициативу по предоставлению доступа инвесткомпаниям к системе рефинансирования Банка России, то они, безусловно, снизят напряженность на денежном рынке. Однако, на наш взгляд, опасность заключается в том, что таким образом государство может подменить собой сам рынок: большинство участников начнут фондироваться за счет государственных ресурсов, а Банк России, при участии трех государственных банков, примет на себя риски большого количества контрагентов, которыми им очень сложно управлять.

В результате, существует большая вероятность, что у финансовых организаций не появится никаких экономических стимулов к сокращению рискованных операций даже в кризисных условиях. Таким образом, потенциальные убытки государства со временем будут только нарастать, а механизмы ценообразования на финансовых рынках окончательно потеряют эффективность - прообраз такой ситуации мы уже наблюдаем на рынке ОФЗ.

## КРЕДИТНЫЙ КОМЕНТАРИЙ

### Сибирьтелеком: результаты 1п2008 по МСФО

Вчера Сибирьтелеком (Fitch: B+) отчитался за первую половину 2008 года по МСФО. В целом результаты компании совпадают с нашими прогнозами, изложенными в ежедневном отчете от 14.08.2008, и мы продолжаем позитивно оценивать кредитный профиль компании.

#### Финансовые результаты Сибирьтелеком по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	30 153	7 382	24.5%	17 603	2.4	5.6
2007	35 246	11 843	33.6%	21 355	1.8	7.1
1п2008	18 461	6 942	37.6%	22 179	1.6	8.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

К наиболее важным моментам в деятельности Сибирьтелекома в 1п2008 года мы относим:

- Растущую рентабельность по ЕБИТДА, что обусловлено увеличивающейся долей услуг с высокой добавленной стоимостью в структуре выручки компании – доля услуг сотовой связи осталась неизменной (26%), а доля услуг ШПД возросла до 12% выручки.
- Улучшающиеся показатели эффективности – количество линий на одного сотрудника увеличилось до 160 с 130 на конец 2007 года, а доля затрат на оплату труда в структуре расходов компании продолжала сокращаться.
- Долговая нагрузка компании снизилась до уровня x1.6 Долг/ЕБИТДА и наш прогноз конец 2008 года в x1.5 выглядит вполне реалистичным.

В целом, мы придерживаемся мнения, о том, что кредитные характеристики Сибирьтелекома являются одними из лучших среди межрегиональных компаний связи, принадлежащих Связьинвесту.

## 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	npatrahin@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.