

Обзор долгового и денежного рынков

Бодрин Юрий research@sviaz-bank.ru
Тарасов Олег CR@sviaz-bank.ru

СОДЕРЖАНИЕ

Обзор рынков	Бодрин Юрий
Комментарий по внешнему рынку	2
Комментарий по денежному рынку	5
Комментарий по рынку внутренних долгов	7
Кредитный комментарий	Тарасов Олег
СЗТ: итоги деятельности за 2008 г. по МСФО	9
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства	11

ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ НЕДЕЛИ

- Промсвязьбанк установил ставку 3-го купона по облигациям серии 06 на уровне 14,75 % годовых и назначил оферту на 23 декабря.
- «Тройка Инвест» 18 июня начнет размещение облигаций серии 01 на 500 млн. рублей.
- ВВП России в 1-м квартале 2009 г. снизился на 9,8 % по сравнению с прошлым годом – Росстат.
- Ставка первого купона по облигациям РЖД серии 16 составит 14,33 % годовых.
- ТОП-Книга в рамках реструктуризации долга выкупила облигации серии 02 на 243,75 млн. рублей.
- УМПО 18 июня начнет размещение облигаций серии 03 на 3 млрд. рублей.
- ПКФ «ДиПОС» установил ставку 5-го купона по облигациям серии 01 в размере 13,5 % годовых.
- ООО «ЮниТайл» установило ставку 3 – 4-го купонов по облигациям серии 01 в размере 18 % годовых.
- ФК «Еврокоммерц» не выплатила купон по облигациям серии 02.
- Ставка первого купона по облигациям X5 Retail Group N.V серии 04 определена в размере 18,46 % годовых.
- Кредитный рейтинг Delance Ltd. — холдинговой компании Группы «РОЛЬФ», крупнейшего в России импортера и продавца автомобилей иностранных марок, понижен до «ССС+» в связи с ухудшившейся позицией ликвидности; прогноз — «Негативный» - S&P.
- Фонд содействия реформированию ЖКХ разместил на банковские депозиты 12,5 млрд. рублей.
- Минфин РФ проведет 17 июня аукцион по размещению ОФЗ-ПД серии 25064 на 10 млрд. рублей.
- ЕБРР 18 июня начнет размещение облигаций серии 04 на 3 млрд. рублей.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Денежный рынок

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Курс ЦБ USD/RUR	30.9124	30.9277	30.9843	29.3916
Курс ЦБ EUR/RUR	43.3546	43.5895	43.3780	41.4275
Курс EUR/USD	1.4025	1.4094	1.3999	1.4095
Ставка Fed Funds	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25
Ставка ЕЦБ	1.00	1.00	1.00	2.50

Остатки на кор/сч ЦБ (млрд. рублей)

	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
По России	371.8	401.2	414.1	1 026.9
По Москве	241.4	233.1	273.0	802.7
Депозиты банков	510.7	550.4	407.4	136.6

Межбанковский рынок и мировые индикаторы

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. Года
Mosprime 6m	13.46	13.53	13.96	22.67
Mibor – 1 день	7.93	7.92	8.25	10.55
Libor 6m USD	1.2175	1.2288	1.2400	1.7525
Индекс EMBI+	440.60	437.92	433.69	665
Индекс EMBI+ Rus	479.25	476.59	477.73	719

Долговые рынки

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. Мес.	Нач. Года
10Y UST	3.79	3.86	3.51	2.49
Rus'30	7.64	7.66	7.60	10.05
Москва 39	14.29	13.92	14.20	8.80
Газпром А6	8.29	7.72	10.78	10.27
ОФЗ 46018	11.29	11.34	8.43	8.54

Товарные и фондовые рынки

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Индекс Dow Jones	8799.26	8770.92	8500.33	9034.69
Индекс РТС	1127.23	1121.79	1087.59	626.85
Brent Crude (ICE)	70.76	71.62	65.80	47.04
Light Sweet (NYMEX)	72.04	72.68	66.31	46.34
Gold	940.1	954.5	978.8	878.8

Комментарий по внешнему рынку

US Treasuries

Настроение у участников рынка американского госдолга в начале недели оставалось пессимистичным и этому есть своё объяснение. Начнем с того, что на котировки UST вновь «давил» первичный рынок. На минувшей неделе прошли аукционы по размещению 3-летних казначейских обязательств объемом 35 млрд. долларов США, 10-летних UST объемом 19 млрд. долларов США, а также 30-летних госбумаг объемом 11 млрд. долларов США. Также появились некоторые опасения в отношении инфляции и связанным с этим возможным повышением ключевой процентной ставки Федрезервом США. На этом фоне можно было наблюдать распродажи как в сегменте американских госбумаг, так и на фондовых площадках. В итоге к завершению торговой сессии доходность 10-летнего индикативного выпуска UST приравнялась к 3,88 % годовых, прибавив по сравнению с закрытием предыдущего рабочего дня около 4 б.п.

Наиболее значимым событием вторника стал аукцион по размещению 3-летних UST объемом 35 млрд. долларов США. Итоги можно признать успешными. Общий объем спроса превысил размещаемый объем в 2,82 раза против 2,66 раз на майском аукционе. При этом активность иностранных инвесторов была зафиксирована на уровне 43,8 % (в мае – 37,3 %). На этом фоне можно было наблюдать рост котировок в короткой части кривой доходности казначейских обязательств. В то же время длинные госбумаги значительных ценовых изменений не показали.

Также 09 июня были опубликованы данные по **оптовым запасам**. Данный показатель **сократился в апреле на 1,4 %**, что стало восьмым месяцем снижения подряд. При этом март был пересмотрен до рекордных -1,8 %. Продажи упали на 0,4 %, что добавляет трудностей процессу избавления от излишних запасов. Темпы сокращения продаж в последние месяцы несколько замедлились.

Соотношение запасы/продажи, возможно, достигли своего максимума. Они немного снизились, но все равно находятся еще на очень высоких уровнях.

Товары длительного пользования продаются особенно слабо. Для активизации продаж нужно больше уверенности в завтрашнем дне. Не слишком удивляет, что продажи автомобилей стали самым слабым местом, показав -7,8 % MoM. В то же мы видим рост продаж нефтепродуктов, но это исключительно из-за роста цен.

В среду был опубликован **дефицит торгового баланса за апрель**. Было зафиксировано расширение с -28,5 млрд. долларов США (пересмотр с -27,6 млрд. долларов США) до 29,2 млрд. долларов США, что практически совпало с прогнозом. Рост наблюдается второй месяц подряд на фоне падения объема экспорта до минимального уровня примерно за три года. Экспорт сократился в апреле на 2,3 % - до 121,1 млрд. долларов США, минимум с июля 2006. Импорт снизился на 1,4 % - до 150,3 млрд. долларов США, рекордно низкое значение с осени 2004.

Слабость экономик других стран находит отражение, прежде всего в сокращении спроса на промышленное оборудование и металлы.

Снижение импорта возглавило топливо (без учета нефти), бурового оборудования и компьютерной техники. Импорт сырой нефти вырос, поскольку в марте начался рост цен на нее. Учитывая, где сейчас торгуется нефть, очевидно, что ее импорт будет увеличиваться и дальше.

Восемь месяцев подряд дефицит бюджета обновляет рекорды. Теперь он составляет 991,1 млрд. долларов США, что больше консенсуса. Относительно предыдущего года доходы бюджета сократились на 5,7 %, в то время как расходы выросли на 5,8 %.

Ситуация с каждым днем только ухудшается – поступления налогов продолжают падать, в то время как траты растут. В обозримом будущем сокращения дефицита нас не ждет.

Поступления от корпоративных налогов и налогов на физ. лиц упали на 24 % YoY. Впрочем, постепенно по мере улучшения ситуации в экономике мы сможем увидеть некоторые улучшения, но это процесс достаточно длительный.

В условиях дефицита существует большая необходимость общественного заимствования. Во многом внешнего. Это приводит к расширению эмиссии госдолга и росту ставок для повышения его привлекательности. В то же время выплата процентов по этому долгу становится все большим грузом для Казначейства.

В середине недели также прошел очередной аукцион по размещению 10-летних UST объемом 19 млрд. долларов США. Общий объем спроса превысил размещаемый объем в 2,62 раза против 2,47 раз на предыдущем аукционе. Спрос со стороны нерезидентов составил порядка 34,2 % (в мае – 31,9 %). Таким образом, можно признать, что размещение госбумаг прошло лучше ожиданий. Однако это не спасло индикативный выпуск US Treasuries 10 от очередной волны продаж. По итогам торгового дня цена last была зафиксирована на уровне 93,09 % от номинала, эффективная доходность к погашению на уровне 3,95 % годовых (+7 б.п. к предыдущему закрытию).

Добавили пессимизма в действия участников рынка UST новости из Бразилии и России, суть которых сводилась к сокращению длинных позиций в американских казначейских бумагах в ближайшей перспективе. О планах России заявил первый заместитель председателя ЦБ РФ А. Улюкаев.

В принципе действия регулятора логичны. Мировая резервная валюта (доллар США) в последнее время довольно нестабильна. UST практически каждый день теряют в цене. А, учитывая тот факт, что около 1/3 всех резервов (порядка 138 млрд. долларов США) в данный момент инвестированы в американские госбумаги политика диверсификации инвестиций становится актуальной. Один из вариантов диверсификации – замена трейжерей на облигации МВФ.

Вплоть до конца недели казначейские обязательства США демонстрировали позитивную динамику котировок. При этом данный ценовой рост UST можно было охарактеризовать лишь как коррекцию после значительного падения котировок. Значительные основания для ценового роста американских госбумаг по-прежнему отсутствуют.

В четверг были опубликованы следующие статистические данные по США.

Розничные продажи в мае показали еще одно увеличение. Фактические 0,5 % совпали с ожиданиями, но все же надо делать скидку на то, за счет чего это произошло. Помимо неожиданного роста в секторе строительных материалов, основной рост достигнут, прежде всего, за счет продаж на бензозаправках – следствие роста цен на бензин. Если убрать из общего показателя бензин, автомобили и строительные материалы, то за последние два месяца изменений продаж не наблюдалось.

Продажи выросли впервые с февраля, но при этом они все еще в минусе на 11% по отношению к маю прошлого года. Да, мы видим рост продаж бензина и стройматериалов, но в то же время есть и сектора, где продажи очень сильно упали (спортивные товары, электроника). Пока рынок труда не стабилизируется (как минимум до этого момента) потребители будут отдавать предпочтение самому необходимому.

Бензин вслед за нефтью пошел в рост и теперь дороже примерно на 90 центов по сравнению с началом этого года. Да, отчасти это и сезонность, но в любом случае это приводит к излишним расходам, которые могли бы пойти на другие продукты и услуги. Не будем забывать и про растущую склонность к сбережению, которая к концу кризиса достигнет 9 – 10 %, что для США последних 10-15 лет очень много.

В мае даже автодилеры смогли показать небольшое увеличение продаж, которые, тем не менее, все еще в минусе более чем на 20 % YoY. Это увеличение скорее локальная случайность.

Также, рассматривая майские продажи, не стоит забывать, что потребители получили очередную порцию налоговой помощи от государства, что также сыграло свою роль и несколько исказило реальное положение вещей.

Перепоставки до начала рецессии привели к процессу сокращения запасов – длительному и еще не завершенному. В апреле они снизились еще на 1,1 %. Во втором квартале этот процесс продолжается с прежней силой, что негативно скажется на цифрах ВВП.

Совокупный индекс соотношения запасов к продажам, похоже, достиг своего максимума, но хоть и находится очень высоко, все показывает, что запасы строго регулируются по отношению к продажам. Продажи пока что падают, но темп замедлился к -0,3 % МоМ.

Пока что наименьшие позитивные изменения в запасах у производителей (ритейлеры и оптовики смотрятся лучше) – запасы еще очень велики. Тут был бы к стати рост новых заказов. Но пока что из региональных PMI и индекса ISM четких сигналов о восстановлении спроса нет.

У ритейлеров как я уже сказал, дела лучше – продажи вновь выросли, как показали данные за май. Это позволяет еще больше сократить лишние запасы.

12 июня были опубликованы данные по ценам на импорт (за май). Рост показателя оказался скромнее ожиданий на 0,1 % и составил 1,3 %. Апрель был пересмотрен с 1,6 % до 1,1 %. В годовом выражении снижение ускорилось до -17,6 %.

В общем, нетрудно предположить, что рост в первую очередь объясняется ростом (+8,3 %) цен на нефть. Без их учета индекс вырос бы только на 0,2 %. Промышленные поставки также показали рост, но более умеренный - 4,2 %, хотя это уже четвертый подряд месяц роста и темпы его увеличиваются. Не смотря на рост индекса, в этом мало признаков усиления ценового давления. В этом году инфляция для США не проблема.

Еврооблигации

В сегменте emerging markets в начале минувшей недели также преобладали пессимистичные настроения. По итогам торгов в понедельник котировки индикативного суверенного выпуска Россия – 30 упали приблизительно на 1 п.п. Bid/offer на момент закрытия – 98,250 – 98,375 % от номинала, что соответствует эффективной доходности выпуска к погашению на уровне 7,80 % годовых. При этом CDS 5Y Россия также потеряли порядка 15 – 20 б.п. и составили порядка 305 – 310 б.п.

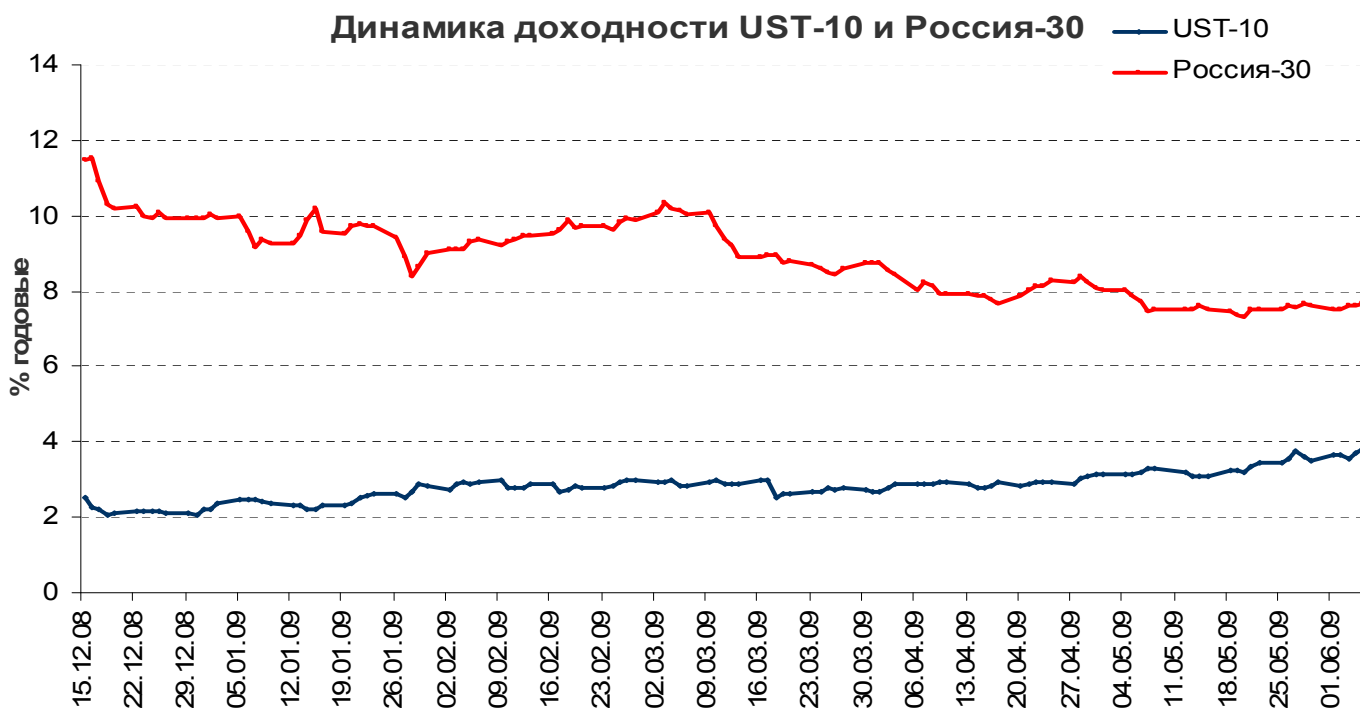
Ход торгов во вторник определялся тенденциями на рынке базовых активов. В результате чего в сегменте еврооблигаций можно было наблюдать некоторую ценовую коррекцию. Например, цена суверенного выпуска Россия – 30 ближе к закрытию поднялась приблизительно на полфигуры до 98,75 – 99 % от номинала. В то же время CDS 5Y Россия остались без изменений.

В корпоративном сегменте рынка еврооблигаций также можно было наблюдать положительную динамику котировок. Росли в цене бумаги Газпрома 19 серии, ТНК – ВР (+25 б.п. каждая), РСХБ – 14 и др.

Рост котировок российских евробондов продолжился и в среду. Уже с открытия сессии индикативный выпуск Россия – 30 торговался на уровне 99,25 – 99,50 % от номинала. Однако стоит отметить, что рост выпуска гэпом фактически и завершился. В течение всего дня бумаги оставались в пределах обозначенного ценового диапазона. При этом рост котировок в корпоративном сегменте рынка оказался незначительным. Некоторая активность была зафиксирована лишь в бумагах Газпрома, РСХБ, а также в металлургических выпусках.

В преддверии праздников инвесторы в большинстве своем предпочитали закрывать открытые ранее позиции. В результате чего CDS 5Y Россия вырос на 8 б.п. до 295 б.п. Котировки выпуска Россия – 30 просели незначительно.

Динамика доходности UST-10 и Россия-30



Комментарий по денежному рынку

Денежно-кредитный рынок

Ситуация на денежно-кредитном рынке продолжает оставаться спокойной. В течение всей недели ставки МБК изменялись в диапазоне 5 – 7 % годовых, что вполне комфортно в нынешних условиях. При этом довольно низкими оставались объемы операций прямого РЕПО с ЦБ РФ. Например, еще в четверг в ходе утреннего аукциона однодневного прямого РЕПО кредитным организациям было предоставлено всего 9,927 млрд. рублей по ставке 8,95 % годовых. На дневном аукционе прямого РЕПО Центробанк предоставил банкам еще 307,8 млн. рублей по средневзвешенной ставке 9,15 % годовых.

На минувшей неделе Банк России анонсировал очередные беззалоговые аукционы. 15 июня будет предложено 250 млрд. рублей сроком на 3 месяца и минимальной ставкой на уровне 13,5 % годовых, 16 июня – 25 млрд. рублей сроком на 5 недель и минимальной ставкой на уровне 13,25 % годовых. В то же время уже 17 июня банкам необходимо будет погасить ранее полученные кредиты в размере около 300 млрд. рублей. Таким образом, заявленные Центробанком ресурсы наверняка будут направлены на погашение долгов. Однако здесь же стоит отметить, что свободной ликвидности в банковской системе в настоящий момент довольно много. Кроме того, многие кредитные организации могут позволить себе более дешевые источники рублевых ресурсов. В связи с этим с большой долей вероятности спрос на беззалоговых аукционах Банка России окажется ниже предложения.

Тем не менее, существует большая вероятность роста ставок МБК на текущей неделе. Кроме выплат по взятым ранее беззалоговым кредитам банкам предстоит перечислить в бюджет значительные объемы рублевых ресурсов (налоговые платежи). Например, сегодня кредитные организации выплачивают ЕСН и страховые взносы, а также ½ акцизов. 22 июня – 1/3 НДС за I квартал 2009 г. В качестве одного из признаков, свидетельствующих о том, что конъюнктура денежно-кредитного рынка на текущей неделе в некоторой степени ухудшится, свидетельствуют итоги утреннего аукциона однодневного прямого РЕПО с ЦБ РФ. По итогам аукциона банкам было предоставлено чуть больше 85 млрд. рублей по средневзвешенной ставке 8,77 % годовых.

Валютный рынок

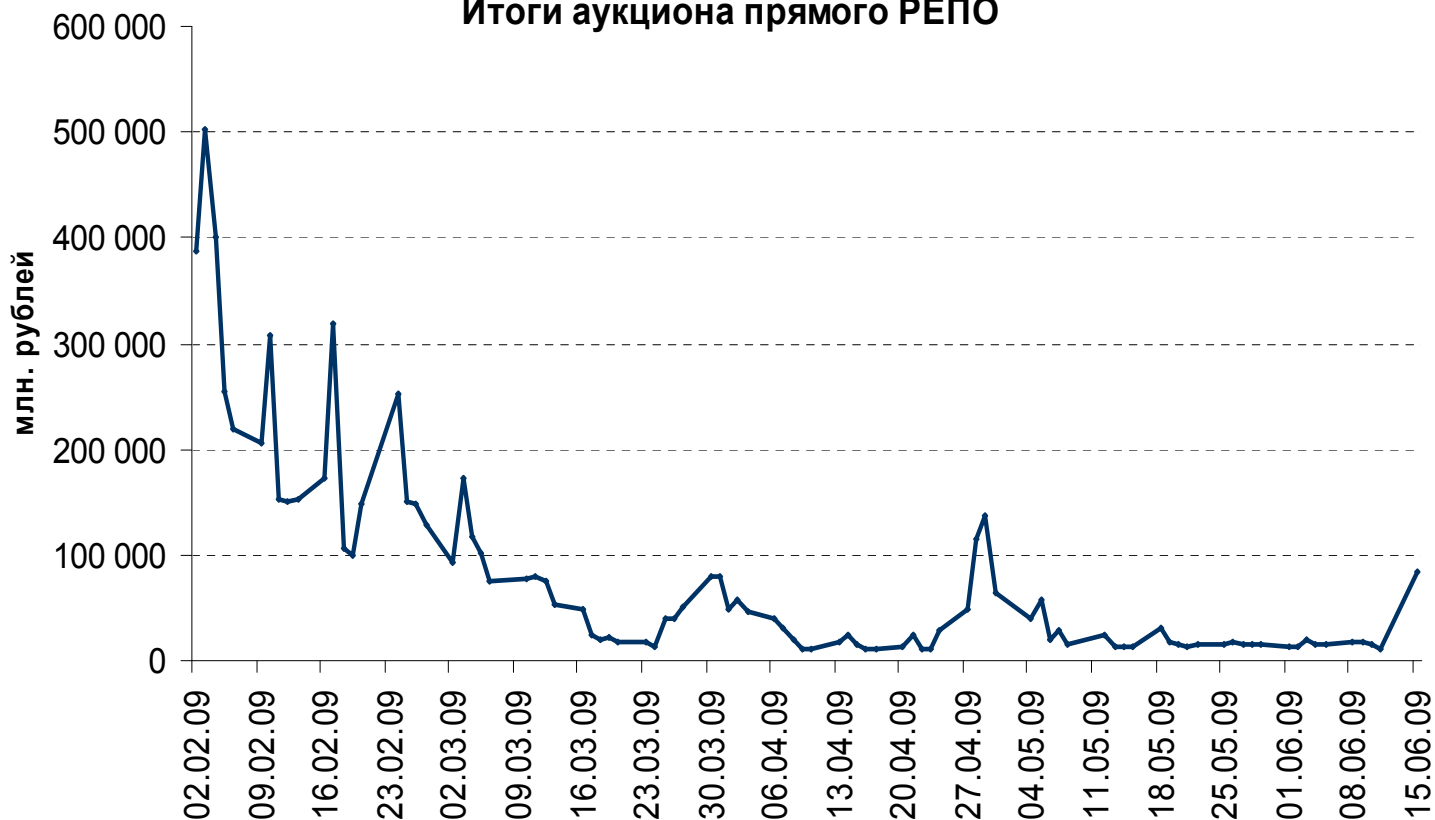
В начале минувшей недели американская валюта дорожала на фоне данных с рынка труда США, оказавшихся существенно лучше ожиданий, а также на фоне заявлений представителей ФРС США, настроивших рынок в пятницу на повышение базовой ставки до конца года. На этом фоне рыночная стоимость бивалютной корзины (0,55 доллар США и 0,45 евро) росла. На момент закрытия торгового дня 08 июня индикатор Банка России подорожал на 42,5 копейки (по сравнению с уровнем закрытия предыдущего дня) до 36,91 рубля. Кроме того, не способствовали укреплению национальной валюты котировки нефтяные фьючерсы на Brent и WTI, опускавшиеся до 67 долларов США за баррель. Однако уже на следующий день с самого начала торгов стоимость бивалютной корзины скорректировалась и на момент закрытия составила 36,78 рубля. Данный ценовой уровень сложился благодаря скорректировавшимся нефтяным котировкам, а также за счет некоторой стабилизации ситуации на мировых фондовых рынках.

В среду укрепление национальной валюты по отношению к бивалютной корзине продолжилось. Закрытие последней проходило на уровне 36,5 рубля. Участники рынка избавлялись от доллара США на фоне его удешевления по отношению к другим валютам на международном валютном рынке. При этом на российском валютном рынке не обошлось без интервенций регулятора. По нашим оценкам Банк России купил около 1 млрд. долларов США.

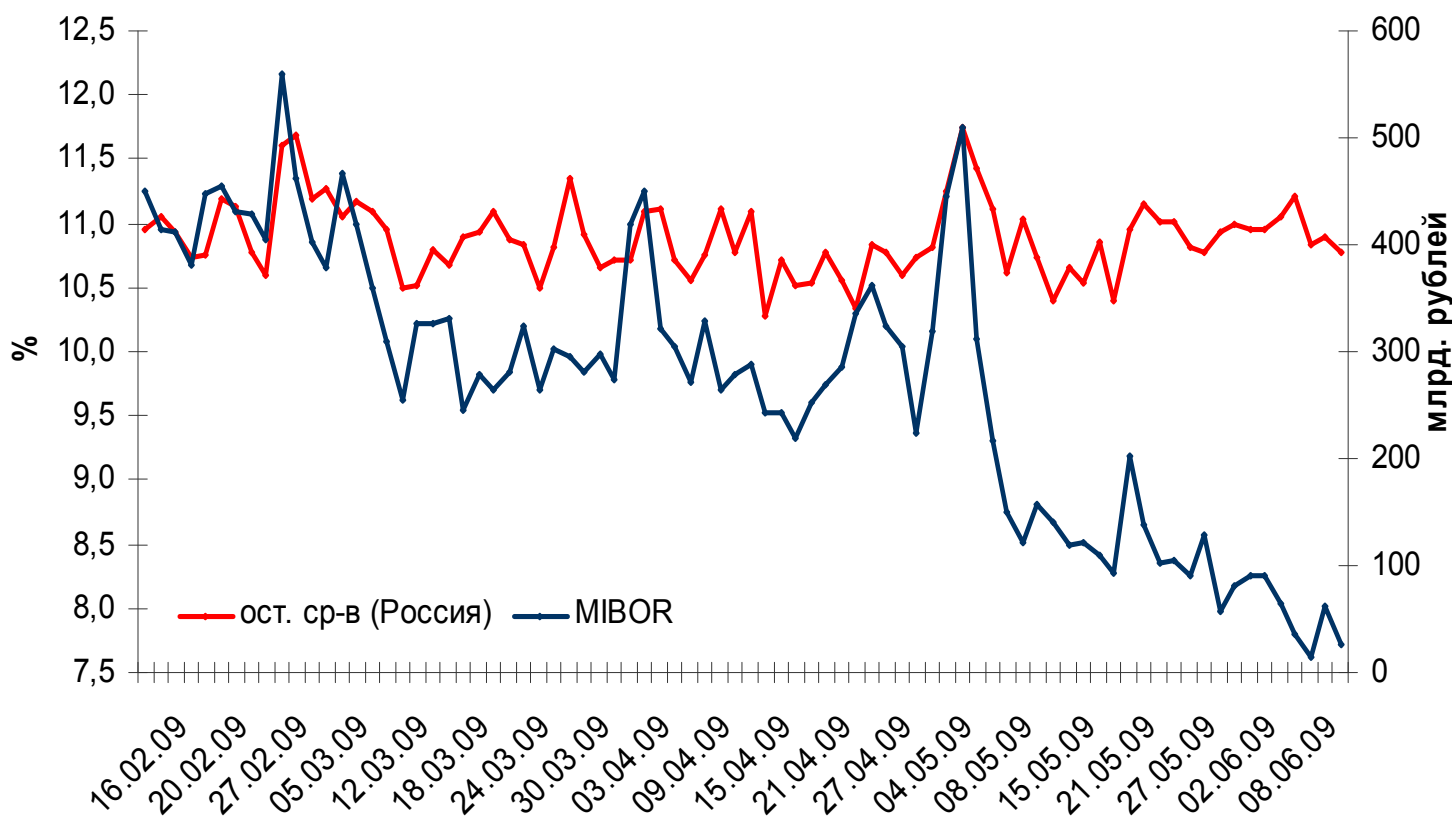
Укрепление национальной валюты продолжилось и в четверг. На этот раз в качестве главного фактора, поспособствовавшего удешевлению бивалютной корзины, выступила положительная ценовая динамика товарных рынков.

На текущей неделе укрепление российской национальной валюты по отношению к бивалютной корзине, скорее всего, продолжится. В качестве главной причины таких ожиданий можно выделить тот факт, что участникам рынка потребуются значительные объемы рублевых ресурсов с наступлением периода налоговых выплат, а также с необходимостью погашения беззалоговых кредитов, полученных ранее в ЦБ РФ.

Итоги аукциона прямого РЕПО



Остатки средств на коррсчетах банков (Россия) и МІВОР



Комментарий по рынку внутренних долгов

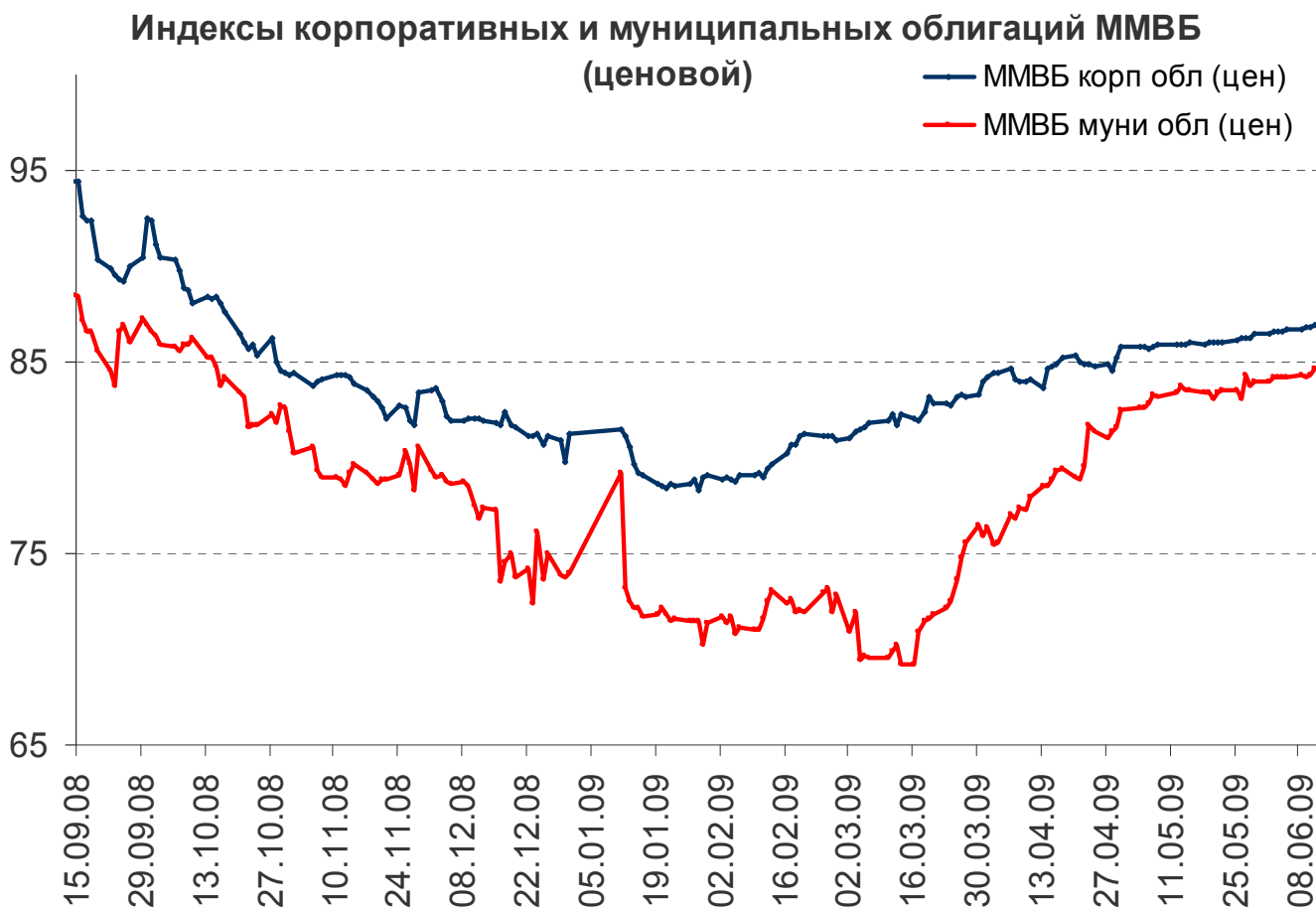
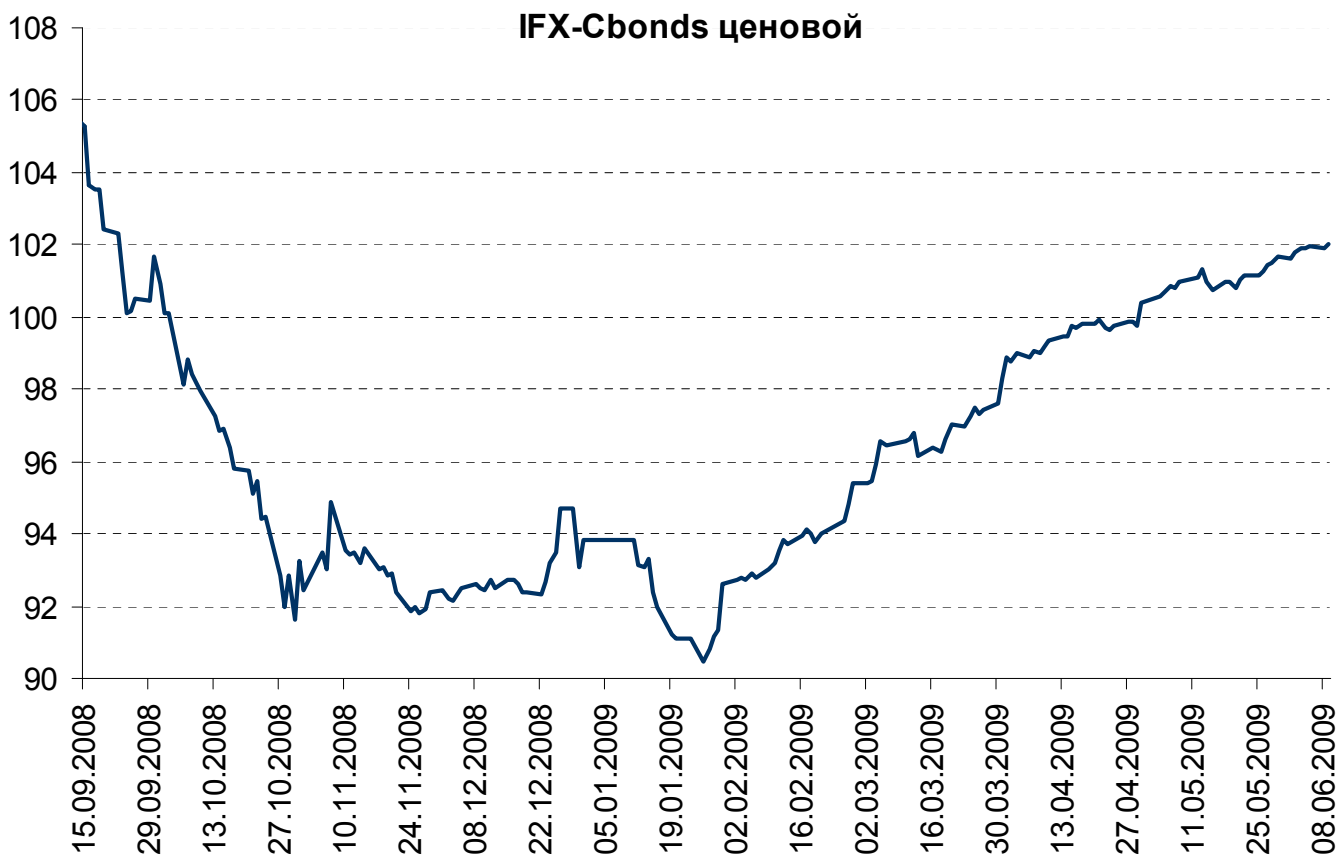
Рынок рублевых облигаций

В начале недели на внутреннем долговом рынке среди участников преобладали пессимистичные настроения. Виной тому были внешние рынки, события на которых развивались не самым лучшим образом. Однако стоит отметить, что продажи носили не агрессивный характер, даже, несмотря на то, что дополнительное давление на котировки рублевых облигаций оказывали значительные объемы первичного предложения. В итоге суммарно за первые два рабочих дня наиболее ликвидные выпуски Газпрома, Газпром нефти, МТС, Москвы потеряли в среднем от 50 до 70 б.п.

В середине недели конъюнктура рынка рублевых облигаций изменилась в лучшую сторону. И бумаги, на которые прежде распродавались, вновь стали интересны участникам рынка. При этом интересным фактом стало то, что спрос создавали в основном российские участники рынка.

Лишним подтверждением тому, что рублевые активы нынче «в моде», стал аукцион 3-летних ОФЗ объемом 8 млрд. рублей. По итогам размещения эмитенту удалось реализовать облигации на 7,6 млрд. рублей. При этом средневзвешенная доходность на аукционе составила 11,96 % годовых против 12,28 % годовых в предыдущий раз.

Также среди ключевых событий минувшей недели стоит отметить начавшееся размещение биржевых облигаций Лукойла объемом 5 млрд. рублей. Ориентир по доходности нового выпуска эмитента установлен на уровне 13,75 – 14,75 % годовых. На наш взгляд, данный уровень выглядит довольно привлекательно особенно учитывая то, что Банк России, вероятнее всего, продолжит смягчение денежно-кредитной политики и ключевая ставка будет еще не раз снижена до конца года.



Кредитный комментарий

СЗТ: итоги деятельности за 2008 г. по МСФО

Недавно ОАО «Северо-Западный Телеком» опубликовало аудированную консолидированную отчетность за 2008г., подготовленную в соответствии с МСФО. В целом, результаты деятельности СЗТ по итогам прошлого года мы оцениваем как нейтральные, ввиду сравнительно небольшого прироста «масштабов бизнеса» на фоне существенного увеличения долговой нагрузки.

В первую очередь стоит отметить, что внушительные результаты СЗТ, продемонстрированные прошлым летом в консолидированной отчетности компании за 2007г. по МСФО, были преимущественно достигнуты за счет неоперационных доходов в сумме 9,6 млрд. руб. от продажи доли в ОАО «Телекоминвест». Однако, мы считаем, что подобные доходы не могут отражать реальную эффективность операционной деятельности компании, поэтому в целях рассмотрения «справедливой» динамики финансовых показателей СЗТ мы исключили доходы от продажи данного актива из результатов деятельности компании за 2007г.

По итогам 2008г. выручка от реализации ОАО «СЗТ» увеличилась на 3,9% по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года и составила 25,2 млрд. руб. В структуре выручки оператора, как и годом ранее, преобладают доходы от услуг местной телефонной связи, их величина за отчетный год выросла на 0,8% до 12,9 млрд. руб., при этом клиентская база оператора увеличилась на 37 тыс. абонентов фиксированной связи. Рынок предоставления услуг местной связи практически полностью насыщен у всех МРК, т.е. доходы в этом сегменте бизнеса могут расти в основном в случае повышения регулируемых государством тарифов. 2 декабря 2008 года ФСТ удовлетворила заявку СЗТ на повышение предельной стоимости тарифов с 01.03.2009 на 8%. Также пользователям комбинированной системы оплаты в Петербурге уменьшили лимит местных разговоров с 450 минут до 400.

Основной прирост выручки СЗТ в 2008 году был обеспечен увеличением доходов от услуг сети передачи данных и Интернета, сумма поступлений от которых по итогам прошлого года выросла на 42,8% и составила 4,4 млрд. руб., а абонентская база увеличилась вдвое до 635 тыс. пользователей (около 39% данного рынка). При этом доля высокомаржинальных «новых услуг»¹ в выручке оператора продолжает расти: в 2008г. она достигла 18,4% против 13,7% годом ранее. Мы ожидаем что именно доходы от «новых услуг» станут основным источником увеличения доходов СЗТ в ближайшие несколько лет.

Таким образом, учитывая очередное увеличение в 2009г. тарифов на местную связь, а также растущую базу абонентов услуг доступа в Интернет, мы ожидаем в текущем году рост выручки СЗТ на 6-8%.

Динамика основных финансовых показателей ОАО «СЗТ», млн. руб.			
Основные финансовые показатели	2007	2007скор.	2008
Выручка	24 226	24 226	25 176
ЕБИТДА	18 632	9 029*	9 614
Операционная прибыль	4 281	4 483	4 596
Чистая прибыль	10 113	2 815*	2 561
Капитал	28 862	28 862	29 719
Активы	50 000	50 000	54 186
Операционный денежный поток	10 161	10 355	9 810
Показатели рентабельности			
Рентабельность ЕБИТДА, %	76,9	37,3	38,2
Операционная рентабельность, %	17,7	18,5	18,3
Рентабельность по чистой прибыли, %	41,7	11,6	10,2

¹ Доступ в Интернет, передача данных и телеграфная сеть связи

Рентабельность активов, %	20,2	5,63	4,73
Показатели долговой нагрузки			
Финансовый долг, в т.ч.	10 898	10 898	16 092
долгосрочный, %	52	52	83
краткосрочный, %	48	48	17
Выручка/ Финансовый долг, х	2,2	2,2	1,6
Финансовый долг/ EBITDA, х	0,58	1,2	1,7
EBITDA/ Проценты к уплате, х	23,4	7,8	9,0
Финансовый долг/ Активы	0,22	0,22	0,30

* - результаты скорректированы на сумму неоперационных доходов от продажи ОАО «Телекоминвест»
Источник: отчетность ОАО «Северо-Западный Телеком» по МСФО, расчеты АКБ «Связь-Банк»

ОАО «СЗТ» по итогам 2008г. продемонстрировало достаточно невысокий рост показателей прибыли. Так, показатель EBITDA оператора увеличился на 6,5% и на конец года составил 9,6 млрд. руб., а рентабельность по EBITDA – 38,2%, что на 0,9 п.п. больше аналогичного показателя предыдущего года. Основной прирост показателя EBITDA компании был обеспечен увеличением в 2008г. суммы начисленной за год амортизации, величина которой по итогам года выросла на 21% до 5,5 млрд. руб., преимущественно за счет прироста основных средств на балансе оператора за отчетный год с 34,8 млрд. руб. до 43,2 млрд. руб. В целом, операционные расходы СЗТ за 2008г. составили 23,2 млрд. руб., что на 14,4% больше, чем в 2007г. В результате, по итогам 2008г. прибыль от операционной деятельности выросла всего на 2,5% и составила 4,6 млрд. руб. Вместе с тем, величина чистой прибыли ОАО «СЗТ» за 2008г. из-за роста расходов по финансовой и инвестиционной деятельности сократилась на 9% и по итогам года составила 2,56 млрд. руб., что также отразилось на снижении рентабельности по чистой прибыли с 11,6% до 10,2%.

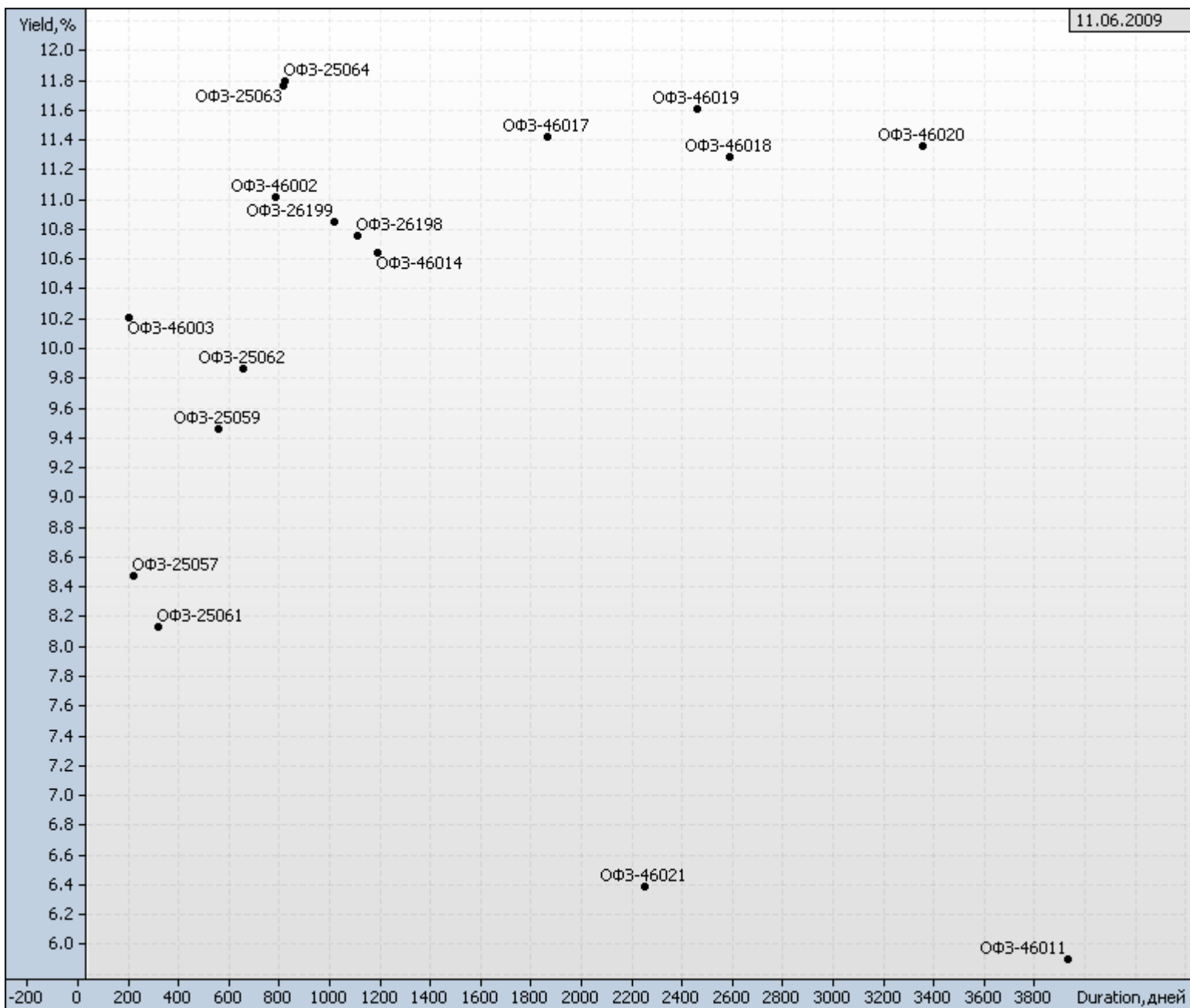
В 2008г. у ОАО «СЗТ» немного сократился денежный поток от операционной деятельности с 10,4 млрд. руб. на начало года до 9,8 млрд. руб. на конец отчетного периода, однако, чистые инвестиционные затраты остались на прежнем уровне в 7,8 млрд. руб. При этом, по данным компании, в 2008г. СЗТ реализовало масштабную инвестиционную программу объемом 13,5 млрд. руб. Было смонтировано более 500 тыс. портов широкополосного доступа в Интернет, введено 324 тыс. телефонных номеров, проложено более 3 тыс. км волоконно-оптических линий передачи данных, а уровень цифровизации сети достиг 67%. Также отмечаем, что наметившийся небольшой разрыв денежных потоков ОАО «СЗТ» удалось нивелировать преимущественно за счет размещения в отчетном году облигационного займа на 3 млрд. руб. и в итоге даже увеличить остаток денежных средств на балансе компании на 500 млн. руб. до 1 млрд. руб. Всего же в настоящее время на долговом рынке обращается три рублевых облигационных выпуска ОАО «СЗТ» общим объемом 8 млрд. руб., при этом все выпуски оператора, учитывая его высокое кредитное качество (S&P – BB-/Стабильный, Fitch – BB-/ Стабильный), входят в ломбардный список ЦБ РФ.

Однако, стоит отметить существенное увеличение в 2008г. долговой нагрузки ОАО «СЗТ». Так, абсолютная сумма долга оператора за отчетный период увеличилась на 47,7% и по итогам года достигла 16,1 млрд. руб. Основной прирост долга СЗТ произошел за счет размещения облигационного займа на 3 млрд. руб. с погашением в мае 2013г. и офертой в июне 2010г., а также за счет привлечения долгосрочного синдицированного кредита на общую сумму 150 млн. USD с погашением в 2011г., причем из данных средств оператор использовал только первый транш в сумме 135 млн. USD. В итоге, на фоне более медленного роста выручки и основных показателей прибыли СЗТ долговая нагрузка северо-западного оператора связи существенно возросла, однако, в целом пока осталась на приемлемом уровне. Показатель «Выручка/ Финансовый долг» на конец отчетного года снизился с уровня в 2,2х до 1,6х. Отношение «Финансовый долг/ EBITDA» за 2008г. ухудшилось с 1,2х до 1,7х, а доля платного долга на балансе оператора выросла с 22% до 30%. Вместе с тем, стоит отметить, что с точки зрения структуры долга за отчетный период доля долгосрочных обязательств СЗТ увеличилась с 52% до 83%.

Таким образом, текущий долг оператора, преимущественно представленный краткосрочной частью долгосрочных обязательств в виде уплачиваемых процентов и текущей амортизации по основным суммам долга, по итогам 2008г. составил всего 2,7 млрд. руб. Учитывая накопленный по итогам 2008г. остаток денежных средств на балансе СЗТ в сумме 1 млрд. руб., а также способность компании генерировать положительный денежный поток в виде стабильных доходов от фиксированной связи и быстрорастущих поступлений от высокомаржинальных «новых услуг», мы склонны считать, что у ОАО «СЗТ» в 2009г. не возникнет никаких затруднений с обслуживанием своего краткосрочного долга.

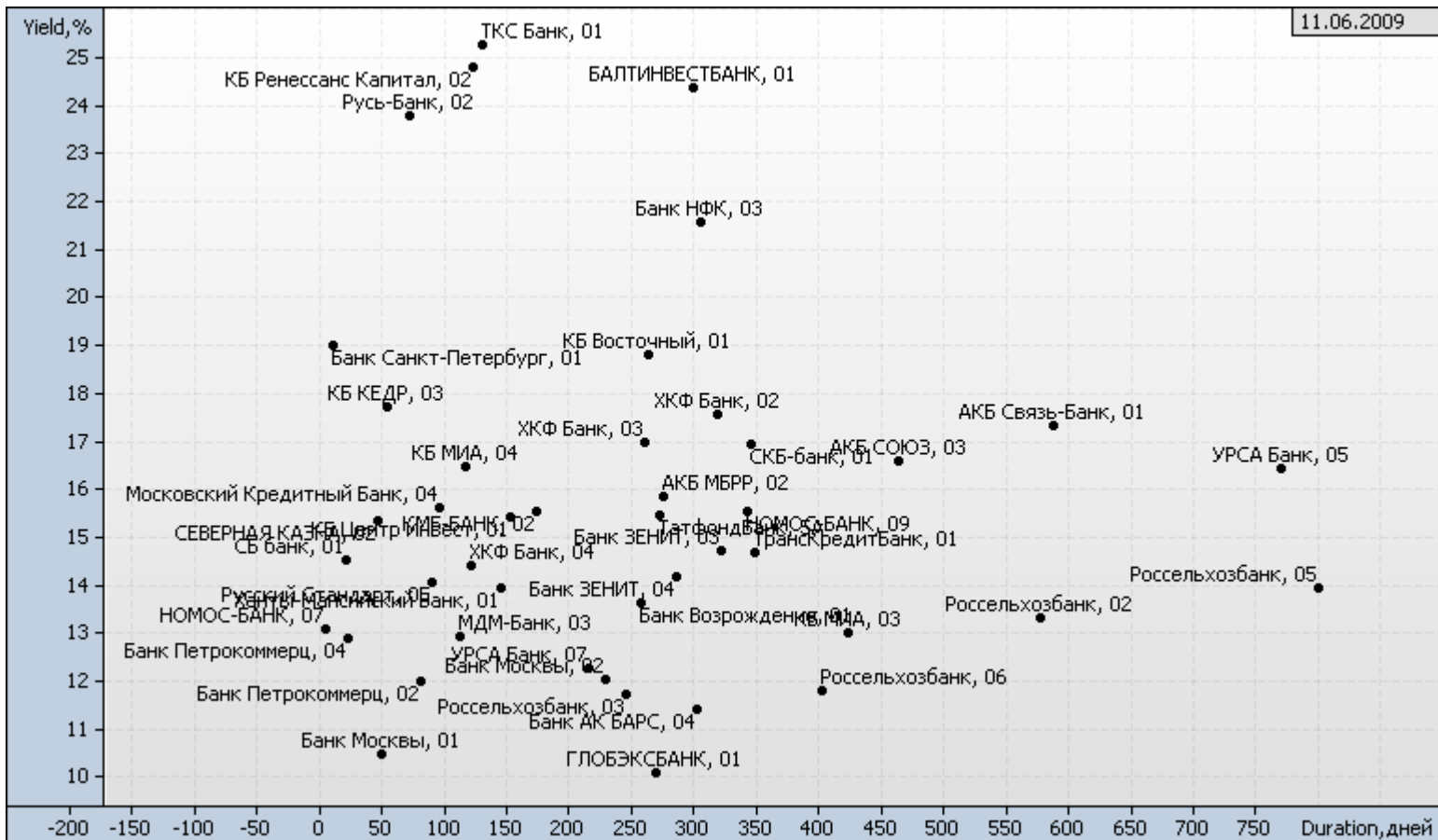
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства.

ОФЗ

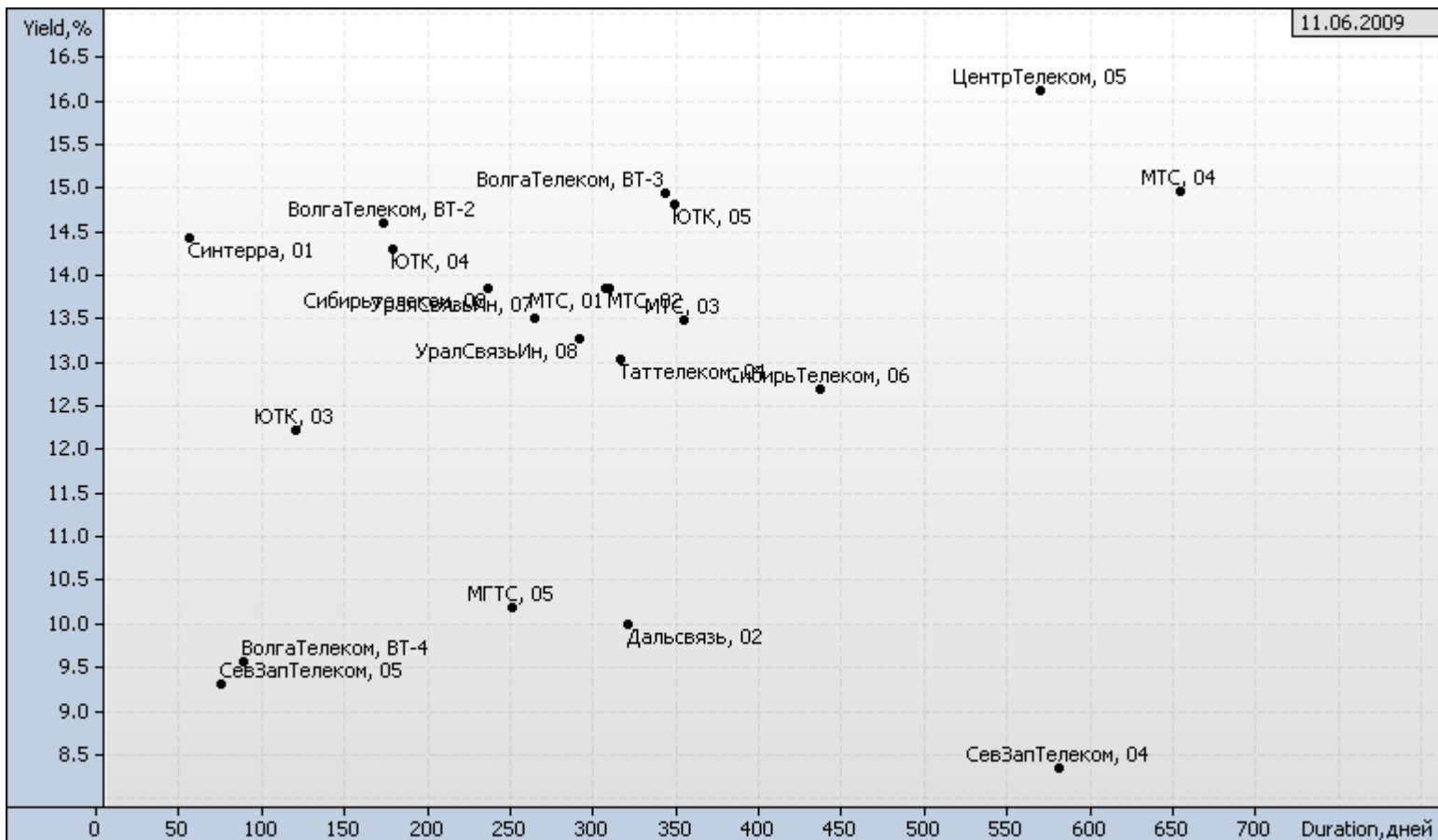


Источник: QuoteTotal 2

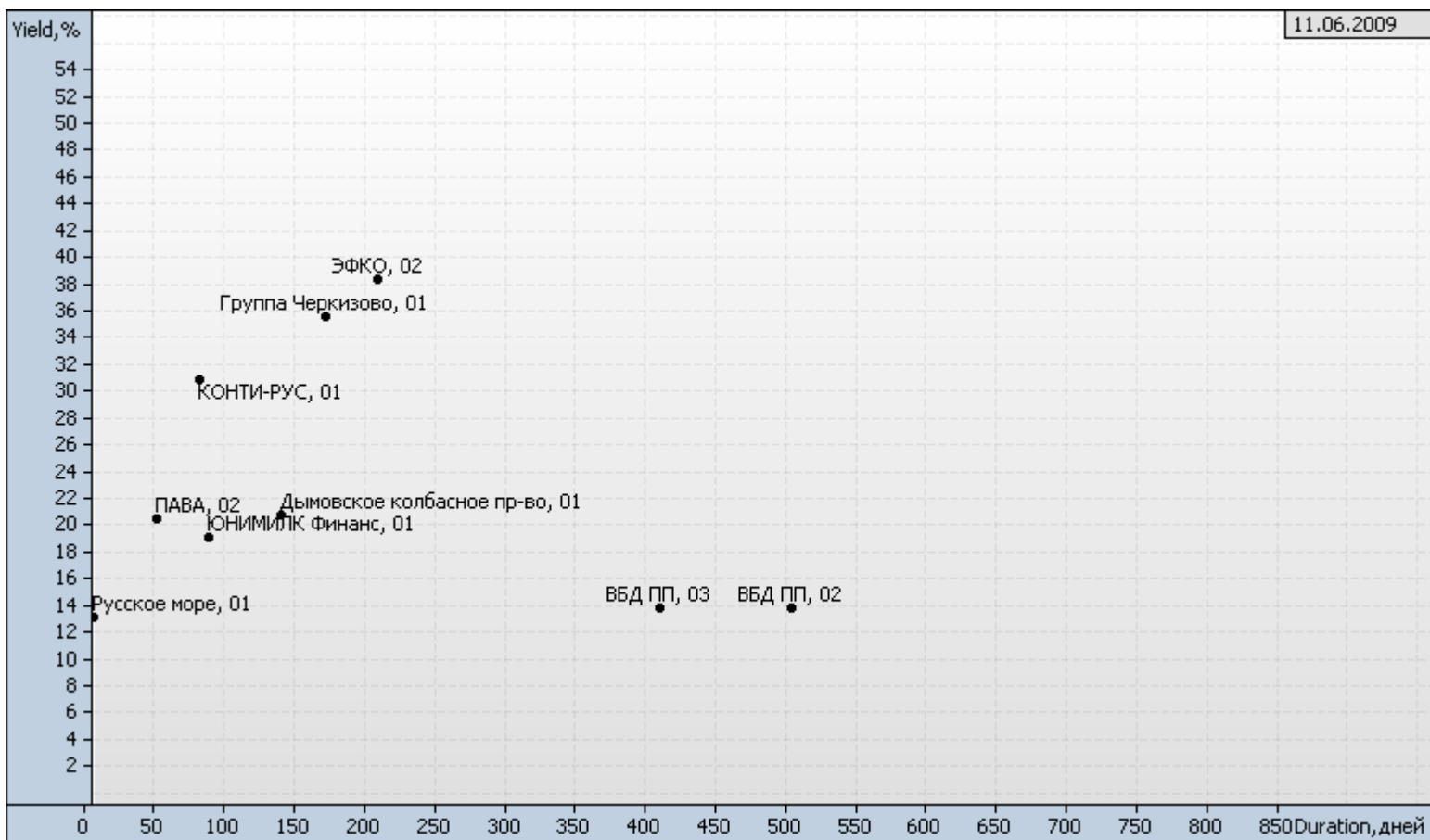
Банки



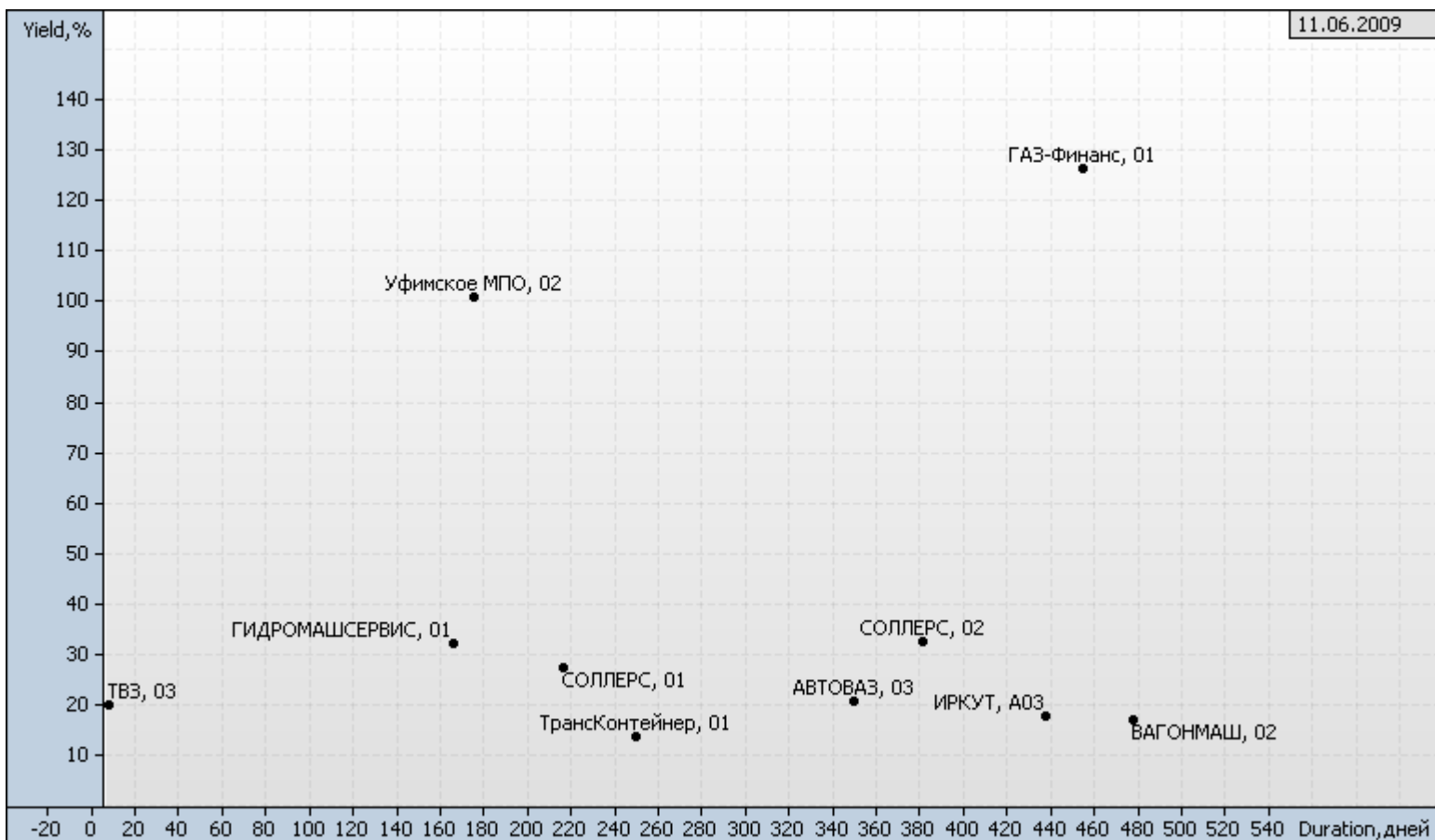
Телекомы



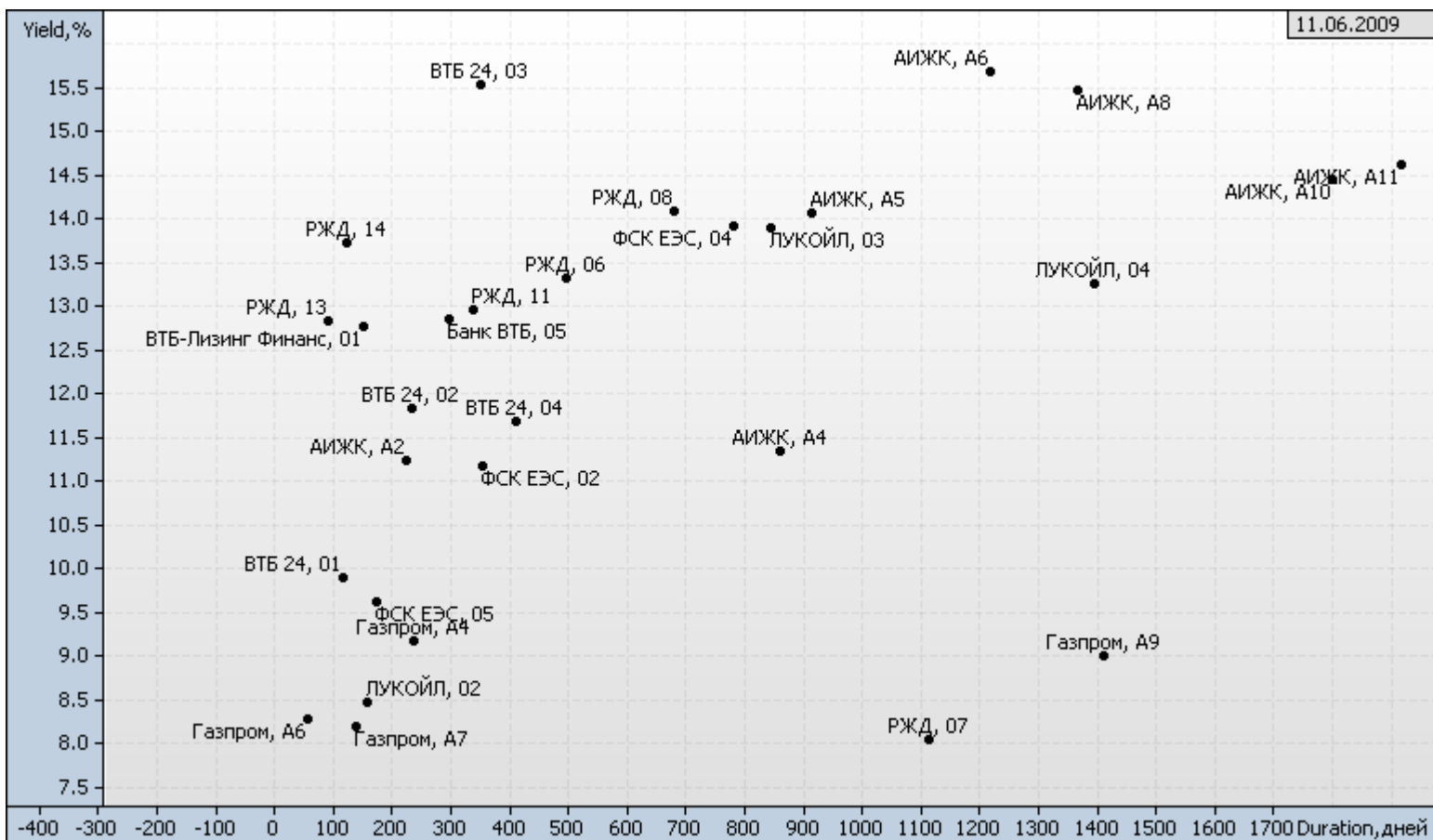
Пищевая промышленность



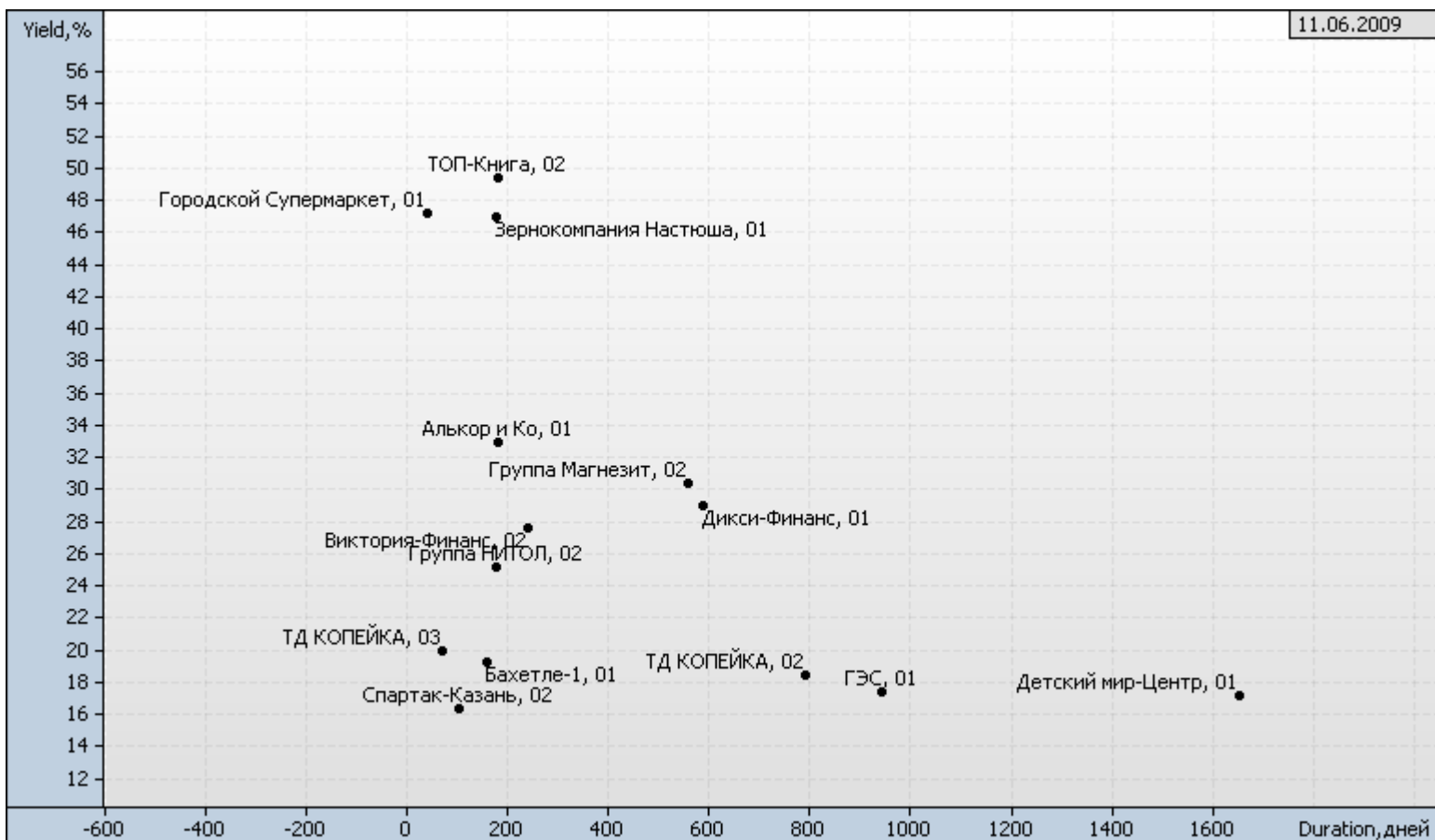
Машиностроение



Фишки



Торговля



ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр.1
Тел.: +7(495) 228-36-42
E-mail: IB@sviaz-bank.ru
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

Руководство

Автухов Михаил 228-38-01
IB@sviaz-bank.ru

Бахшиян Шаген 228-36-42
IB@sviaz-bank.ru

Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)
emission@sviaz-bank.ru

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)
emission@sviaz-bank.ru

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)
emission@sviaz-bank.ru

Менлиманова Мирана 228-36-42 (30-23)
emission@sviaz-bank.ru

Сухина Юлия 228-36-42 (30-24)
emission@sviaz-bank.ru

Кривоногова Юлия 228-36-42 (31-99)
emission@sviaz-bank.ru

Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)
sales@sviaz-bank.ru

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)
sales@sviaz-bank.ru

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)
broker@sviaz-bank.ru

Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)
broker@sviaz-bank.ru

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)
broker@sviaz-bank.ru

Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)
research@sviaz-bank.ru

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)
research@sviaz-bank.ru

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)
research@sviaz-bank.ru

Тарасов Олег 228-38-01 (30-94)
CR@sviaz-bank.ru