

# Обзор долгового и денежного рынков

Бодрин Юрий [research@sviaz-bank.ru](mailto:research@sviaz-bank.ru)  
Тарасов Олег [CR@sviaz-bank.ru](mailto:CR@sviaz-bank.ru)

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>Обзор рынков</b>	<b>Бодрин Юрий</b>
Комментарий по внешнему рынку	2
Комментарий по денежному рынку	6
Комментарий по рынку внутренних долгов	8
<b>Кредитный комментарий</b>	<b>Тарасов Олег</b>
АФК Система offerту прошла, теперь дело за Ситроникс	9
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства	12

## ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ НЕДЕЛИ

- Лизинговая компания «УРАЛСИБ» готовит три выпуска облигаций общим объемом 7 млрд. рублей.
- Москомзайм разместил на аукционе облигации Москвы 59 серии в объеме 5,3 млрд. рублей с доходностью 15,97 % годовых.
- Standard & Poor's присвоила выпуску облигаций ОАО «РусГидро» объемом 5 млрд. руб. рейтинги «BBB-/ruAAA».
- Standard & Poor's понизила рейтинги городского округа Балашиха до «B-/ruBBB-» и поместила их в список CreditWatch с негативным прогнозом.
- Инфляция в России за период с 1 по 16 марта 2009 г составила 0,6%, с начала года – 4,7% – Росстат.
- Группа НИТОЛ выкупила по offerте 97,64 % выпуска облигаций серии 02.
- «Севкабель-Финанс» установил ставку 9 – 10-го купонов по облигациям серии 03 в размере 20 % годовых.
- АФК «Система» выкупила по offerте облигации серии 01 на сумму 4,497млрд. рублей.
- ФК «Еврокоммерц» допустила техдефолт, не исполнив offerту по выкупу облигаций серии 05 на 4,63 млрд. рублей.
- Банк ВТБ погасил облигации серии 04 на 5 млрд. рублей.
- Международные резервы России за период с 6 по 13 марта 2009 г. сократились на 1,16% до \$376,1 млрд.
- Дефицит федерального бюджета в 2009 г. составит 2 978,4 млрд. рублей или 7,37% ВВП.
- Банк России предоставил на аукционе необеспеченные кредиты на сумму 7,655 млрд. рублей.

## ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

**Денежный рынок**

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Курс ЦБ USD/RUR	33.4230	33.8222	36.1644	29.3916
Курс ЦБ EUR/RUR	45.7695	45.5416	45.5201	41.4275
Курс EUR/USD	1.3694	1.3465	1.2587	1.4095
Ставка Fed Funds	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25
Ставка ЕЦБ	1.50	1.50	2.00	2.50

**Остатки на кор/сч ЦБ (млрд. рублей)**

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
По России	358.7	399.1	451.2	1 026.9
По Москве	232.2	246.4	305.3	802.7
Депозиты банков	181.9	158.9	137.1	136.6

**Межбанковский рынок и мировые индикаторы**

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Mosprime 6m	20.00	20.08	23.88	22.67
Mibor - 1 день	9.71	10.19	10.65	10.55
Libor 6m USD	1.7513	1.7413	1.8031	1.7525
Индекс EMBI+	398.79	399.89	387.55	665
Индекс EMBI+ Rus	433.64	435.23	410.69	719

**Долговые рынки**

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
10Y UST	2.65	2.60	3.01	2.49
Rus'30	8.78	8.74	9.88	10.05
Москва 39	9.59	9.58	15.44	8.80
Газпром А6	10.46	10.44	10.03	10.27
ОФЗ 46018	12.19	11.97	8.54	8.54

**Товарные и фондовые рынки**

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Индекс Dow Jones	7278.38	7400.80	7062.93	9034.69
Индекс РТС	694.69	650.64	544.58	626.85
Brent Crude (ICE)	51.40	50.13	45.84	47.04
Light Sweet (NYMEX)	52.07	52.04	44.76	46.34
Gold	957.5	959.0	942.0	878.8

## Комментарий по внешнему рынку

### US Treasuries

Минувшая неделя началась с роста американских и европейских фондовых индексов. На этом фоне спрос на безрисковые финансовые инструменты заметно сократился. В результате чего казначейские обязательства США оказались под давлением. В частности выделить можно UST – 30, доходность которых приближалась к максимальным значениям за последние 4 месяца.

Что же спровоцировало появление столь явного оптимизма на мировых торговых площадках?

Начнем с того, что в начале недели третий по величине банк Великобритании – Barclays, заявил, что 2009 год начался для кредитной организации довольно успешно.

Кроме того, по итогам саммита G20 министры финансов стран участниц саммита заявили о готовности принять скоординированные меры по борьбе с рецессией. В качестве начальных шагов было предложено очистить балансы банков от «токсичных» активов.

В отношении рецессии высказался и Бен Бернанке. Глава федрезерва США предположил, что рецессия может закончиться до конца 2009 года.

Все эти факторы, вместе взятые, и подбросили мировые фондовые индексы вверх, а неблагоприятная статистика, вышедшая в понедельник, первоначально была проигнорирована игроками рынка.

В самом начале недели в США вышли данные по промпроизводству, которое продолжило сокращаться. Фактически получено: -1,4% (прогноз: -1,3%). Также на 0,1% до -1,9% в сторону ухудшения были пересмотрены данные за январь.

В годовом выражении промпроизводство демонстрирует снижение на 13,1% со слабыми местами в автомобилестроении, производстве электрооборудования и компьютеров. Строительные поставки в минусе на 18% YoY и в феврале снова снизились, что является следствием продолжающейся коррекции на рынке жилья.

Оборудование для бизнеса относительно февраля прошлого года показало -12% и надо думать продолжит снижение как минимум до конца года. Сокращение спроса на него отражает существенное сокращение корпоративных прибылей и дефицит уверенности в будущем улучшении. Как правило, компании начинают наращивать инвестиции только тогда, когда получают четкие подтверждения улучшения экономического положения.

Более низкие уровни загрузки мощностей указывают на дефицит денежных средств для многих компаний вследствие снижения цен. Инфляция на оптовом уровне остается очень слабой. Общий показатель загрузки мощностей снизился с 71,9% до 70,9%, что опять же на 0,1% хуже прогноза. Особенно сильное снижение наблюдалось в первичных металлах.

Таким образом, видно, что американская экономика остается проблемной. И вопрос временного промежутка выхода США, да и других развитых стран, из рецессии, на мой взгляд, остается открытым.

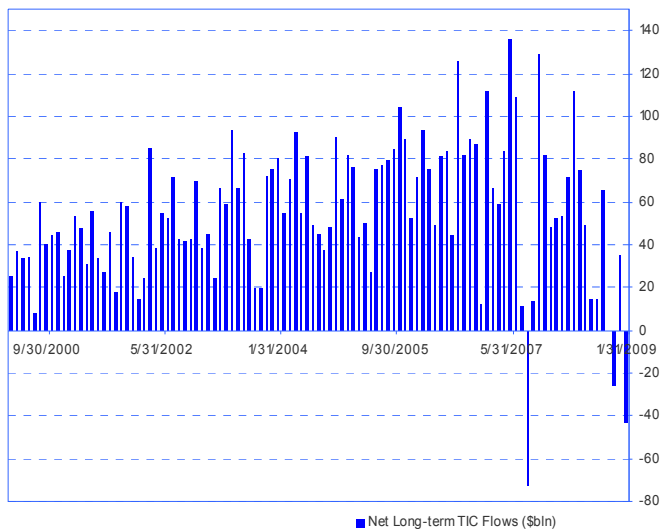
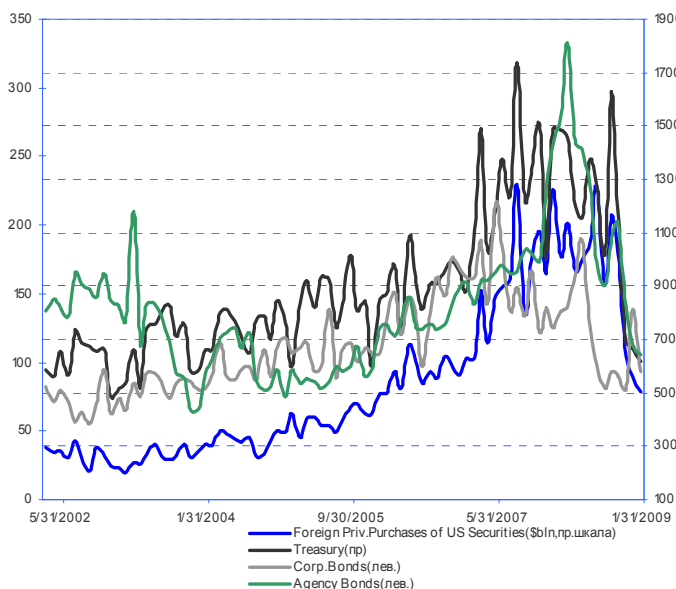
Не лишним будет отметить январские данные по притоку капитала в США. Видно, что объем вложений нерезидентов в американские активы продолжает снижаться.

	Jan. 2009	Dec. 2008	Nov. 2008	Oct. 2008	12 Months Through Jan. 2009	Jan. 2008
Net Long-term Securities other acquisitions*	-\$43.0	\$34.7	-\$25.6	-\$0.1	\$419.6	\$717.4
Net For. Long-term Sec.	-\$60.9	\$24.3	-\$37.6	-\$14.9	\$222.8	\$483.4
Monthly Net TIC Flows	-\$148.9	\$86.2	\$61.3	\$273.1	\$465.0	\$522.7
of which private, net	-\$158.1	\$77.9	\$70.2	\$261.2	\$357.1	\$180.7
of which official, net	\$9.2	\$8.2	-\$9.0	\$11.9	\$107.9	\$342.0

NOTE: All dollar amounts in billions.

	Jan. 2009	Dec. 2008	Nov. 2008	Oct. 2008	Sept. 2008
-----Net Purchases by Foreigners-----					
All securities	-\$42.986	\$34.699	-\$25.607	-\$0.094	\$65.321
Ex-foreign security	-\$18.763	\$22.366	-\$60.079	-\$36.616	\$29.989
Treas. bonds/notes	\$10.695	\$14.970	-\$25.815	\$32.872	\$20.737
Govt. agency bonds	-\$22.454	-\$37.441	-\$22.489	-\$50.213	\$6.171
Corporate bonds	-\$8.416	\$40.964	-\$16.206	-\$13.064	-\$8.438
Corporate stocks	\$1.412	\$3.873	\$4.431	-\$6.211	\$11.519
Foreign bonds	-\$27.961	\$12.261	\$13.167	\$14.835	\$37.810
Foreign stocks	\$3.738	\$0.072	\$21.305	\$21.687	-\$2.478
-----Total Purchases by Foreigners-----					
All securities	\$1,669.583	\$1,834.376	\$1,958.698	\$3,137.836	\$3,791.928
Treas. bonds/notes	\$620.657	\$667.637	\$689.317	\$1,179.175	\$1,628.400
Govt. agency bonds	\$105.082	\$112.389	\$140.936	\$201.794	\$190.743
Corporate bonds	\$92.939	\$139.166	\$81.420	\$91.136	\$93.860
Corporate stocks	\$507.334	\$561.125	\$634.856	\$1,019.895	\$1,168.913
Foreign bonds	\$114.975	\$105.233	\$123.475	\$177.827	\$227.068
Foreign stocks	\$228.596	\$248.826	\$288.694	\$468.009	\$482.944
-----Total sales by Foreigners-----					
All securities	\$1,712.569	\$1,799.677	\$1,984.305	\$3,137.930	\$3,726.607
Treas. bonds/notes	\$609.962	\$652.667	\$715.132	\$1,146.303	\$1,607.663
Govt. agency bonds	\$127.536	\$149.830	\$163.425	\$252.007	\$184.572
Corporate bonds	\$101.355	\$98.202	\$97.626	\$104.200	\$102.298
Corporate stocks	\$505.922	\$557.252	\$630.425	\$1,026.106	\$1,157.394
Foreign bonds	\$142.936	\$92.972	\$110.308	\$162.992	\$189.258
Foreign stocks	\$224.858	\$248.754	\$267.389	\$446.322	\$485.422

NOTE: All dollar amounts in billions.



На этом фоне возникает большой вопрос о том, на сколько реально разместить US Treasuries в заявленном объеме.

Во вторник участники рынка американских казначейских обязательств затаились. Динамику котировок UST можно было охарактеризовать как вялую. По-видимому, инвесторы дожидались заявлений от членов совета ФРС США относительно планов выкупа американских государственных облигаций.

Между тем в этот же день вышли позитивные статистические данные, поспособствовавшие заметному росту спроса на более рискованные активы.

Так число начатых строительства домов в феврале неожиданно взлетело больше чем на **100 тыс.** с 477 до 583 тыс.

Начатые строительства показали рост на 22,2%, при этом +82,3% получили по многоквартирным домам. Дома на одну семью впервые за последние 9 месяцев увидели рост, увеличившись на скромные 4 тыс. с 353 до 357 тыс.

Разрешения на строительство также выросли, но в этом случае рост возглавляли дома на одну семью. Суда по разрешениям, можно предположить, что для начатых строителств уровень в 500 тыс. станет определенной поддержкой.

Несмотря на весь обозначенные выше позитив общее положение дел в отрасли по-прежнему настораживает. Индекс NAHB держится на минимальных значениях и в марте остался на 9 пунктах.

Нейтральными для рынка казначейских облигаций США стали данные по PPI. Индекс PPI в феврале вырос только на 0,1%, хотя ждали +0,4%. В основном увеличению мы обязаны росту (+8,7%) цен на бензин. В годовом выражении цены производителей усилили снижение с -1% до -1,3%. Цены на продукты питания неожиданно упали на 1,6%, что стало максимальным снижением за три года. Рост цен на бензин, наблюдаемый второй месяц подряд, не столь удивителен, учитывая их обвал осенью прошлого года.

Цены на потребительские товары выросли 0.1% с увеличением в одежде, табаке и бытовой технике.

Core PPI вырос на 0,2%, но продолжившееся снижение цен на базовый показатель промежуточных товаров (-0,6%) предполагает, что вскоре основной индекс вновь пойдет на снижение.

Исторически Core PPI по промежуточным товарам демонстрирует взаимосвязь с Core CPI, так что в ближайшие месяцы можно ждать сокращения этого показателя. Core PPI по сырью в годовом выражении в минусе на 29,5%, что говорит о сокращении оптовых цен в долгосрочной перспективе.

Динамика котировок UST в среду в начале торгового дня сохранилась прежней. Но после того как ФРС США заявила, что готова приобрести долгосрочные американские гособлигации на сумму до 300 млрд. долларов США цены казначейских обязательств США показали положительную динамику. Доходность UST – 10 по итогам сессии снизилась почти на 0,5% по сравнению с предыдущим днем.

Также FOMC в среду приняла решение о сохранении целевого диапазона базовой процентной ставки от 0% до 0,25% годовых.

В середине недели вышли статистические данные по CPI. В феврале значение показателя выросло на 0,4% по сравнению с предыдущим месяцем. Средний прогноз составлял 0,3%. Потребительские цены по сравнению с февралем прошлого года увеличились на 0,2%, хотя изменений не ожидалось. Цены без учета стоимости топлива и продуктов питания (Core) в прошлом месяце выросли на 0,2% за месяц и на 1,8% - за год. Прогнозировался их рост на 0,1% и на 1,7% соответственно.

Рост основного индекса вызван восстановлением в ценах на бензин и меньшими скидками на одежду. Цены резко упали в конце прошлого года, поэтому у ритейлеров было значительно меньше свободы в дальнейшем их сокращении в начале этого года. Таким образом, мы имеем дело с гораздо более высокой инфляцией, чем предполагалось – экономический спад, масштабные скидки розничных ритейлеров и снижение цен на автомобили как ожидалось, приведут к краткому периоду дефляции. Впрочем, это еще возможно в будущем, поскольку все же основная часть роста CPI в этом году пришлась на рост стоимости топлива, которое сильно подешевело в конце прошлого года. CPI energy выросли на 1,7% и 3,3% в январе и феврале соответственно.

В четверг цена индикативного выпуска UST – 10 незначительно скорректировались после стремительного роста днем ранее. В целом же по рынку казначейских облигаций США изменения котировок были незначительные. Инвесторы вновь затихли в ожидании объявления размера эмиссии двух-, пяти- и семилетних нот на текущей неделе.

В пятницу стало известно, что суммарный объем эмиссии составит 98 млрд. долларов США. Во вторник состоится аукцион UST – 2 на 40 млрд. долларов США, в среду – UST – 5 на 34 млрд. долларов США, в четверг – UST – 7 на 24 млрд. долларов США. На этом фоне, несмотря на снижение фондовых индексов, доходность десятилетних нот поползла вверх и на момент закрытия была зафиксирована на уровне 2.65 % годовых.

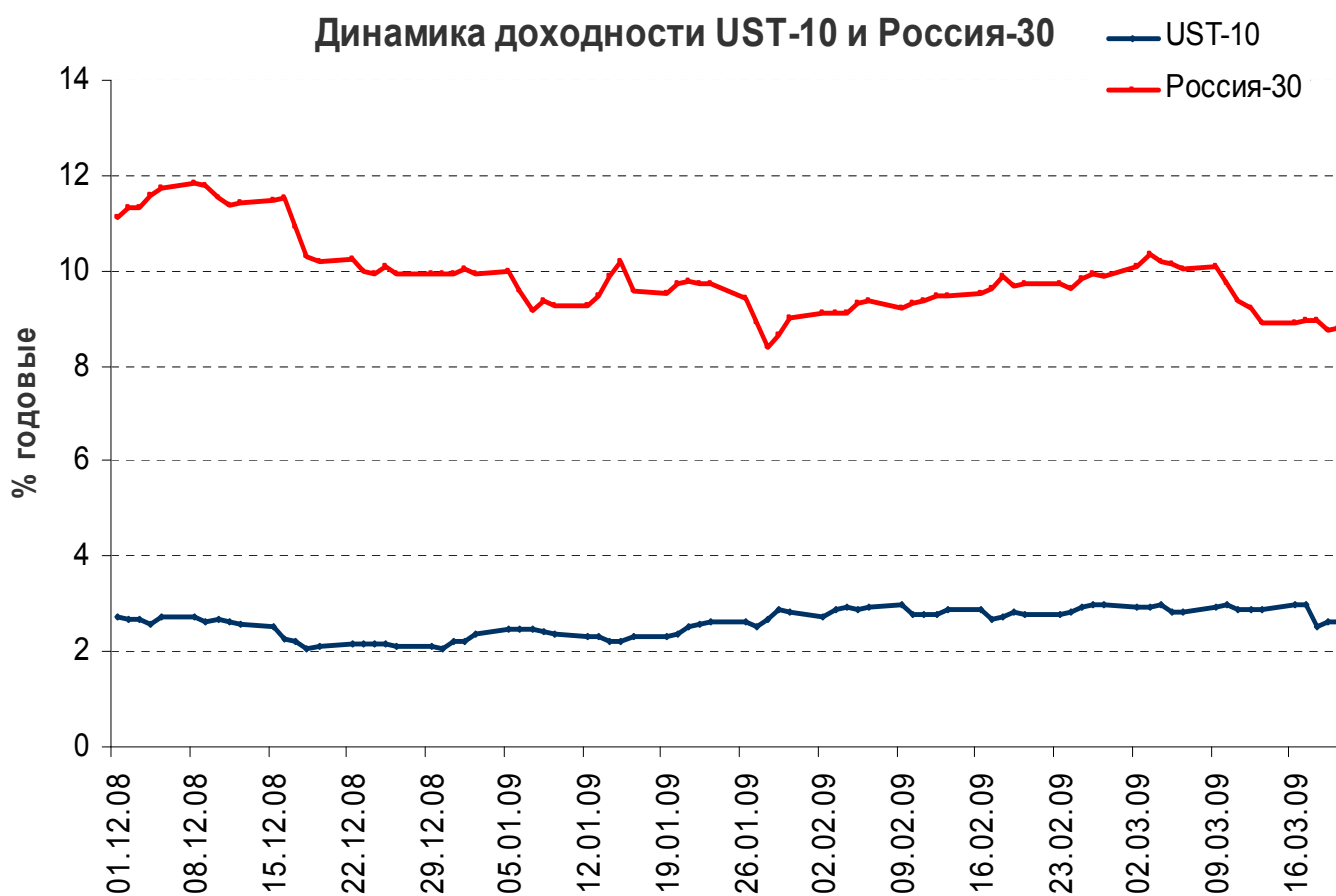
## Еврооблигации

Котировки российских еврооблигаций в начале недели колебались вблизи уровней, сложившихся на минувшей неделе, при этом настроения игроков сохранялись оптимистичными. Поддержку ценовым уровням отечественных евробондов оказали заявления председателя Федеральной резервной системы (ФРС) США Бена Берданке о том, что рецессия в экономике может завершиться уже к концу 2009 года. Кроме того, во вторник вышла позитивная статистика также благоприятно сказавшаяся на котировках рублевых евробондов.

После роста на предыдущих неделях более чем на пять фигур и стабилизации в последние дни, рынок евробондов удержаться на достигнутых уровнях не смог и в среду поддался общей негативной коррекции. При этом интересным фактом являлось то, что негативная динамика котировок российских еврооблигаций сформировалась практически без фактических сделок. Игроки рынка просто передвигали offer, что формально приводило к снижению цены.

На следующий день настроения инвесторов изменились. На фоне заявлений ФРС США рынок российских евробондов начал расти в унисон с другими emerging markets. Позитивный фон для ценового роста евробондов также «подпитывался» снижением девальвационных ожиданий. В результате чего круг инвесторов расширился, покупка суверенных еврооблигаций, в частности, осуществлялась уже и иностранными участниками торгов.

В итоге в пятницу в суверенном сегменте наиболее ликвидный евробонд Россия – 2030 закрылся с доходностью 8.78 % годовых. Спрэд между Россия – 2030 и UST – 10 составил порядка 600 б.п.



## Комментарий по денежному рынку

### Денежно-кредитный рынок

Всю неделю на денежно-кредитном рынке было довольно спокойно. Ставки МБК как «короткие», так и «длинные» держались на относительно низких уровнях, несмотря на наступление периода налоговых выплат. На фоне избытка рублевой ликвидности в финансовой системе ставки овернайт в начале недели держались на уровне 7 – 8 % годовых, ближе к концу недели ставки поднялись под 9 % годовых. Объемы операций прямого РЕПО с ЦБ РФ также снижались в течение недели. В пятницу, например, кредитным организациям суммарно за два аукциона удалось привлечь всего около 17 млрд. рублей.

17 марта ЦБ РФ провел очередной аукцион по предоставлению банкам кредитов без обеспечения сроком на 5 недель. Совокупный объем поданных заявок составил 19.675 млрд. рублей. Объем размещения составил 7,655 млрд. рублей (объем предложения – 8 млрд. рублей). Ставка отсечения – 17,11 % годовых.

На текущей неделе кредитным организациям предстоят очередные налоговые выплаты (25 марта – НДС и уплата акцизов), а также возврат Банку России беззалоговых кредитов в размере около 275 млрд. рублей.

Несмотря на все выше обозначенные «расходы» банков. Значительного ухудшения конъюнктуры денежно-кредитного рынка не ожидается. Облегчат судьбу кредитным организациям очередные беззалоговые аукционы ЦБ РФ. В понедельник банкам будет предложено 150 млрд. рублей сроком на 6 месяцев, во вторник – 100 млрд. рублей на 5 недель. Средства на счета кредитных организаций должны будут поступить в среду, как раз в тот момент, на который приходится пик выплат.

### Валютный рынок

В начале недели конъюнктура валютного рынка характеризовалась как неоднозначная. В понедельник утром рубль ослабевал по отношению к бивалютной корзине (0,55 доллар США и 0,45 евро) на фоне снижения мировых цен на нефть вслед за решением ОПЕК сохранить квоты на добычу нефти, принятым в выходные дни. В то же время уже ближе к вечеру благодаря оптимизму на фондовых рынках нисходящий тренд был сломлен, в результате чего была отыграна существенная часть потерь.

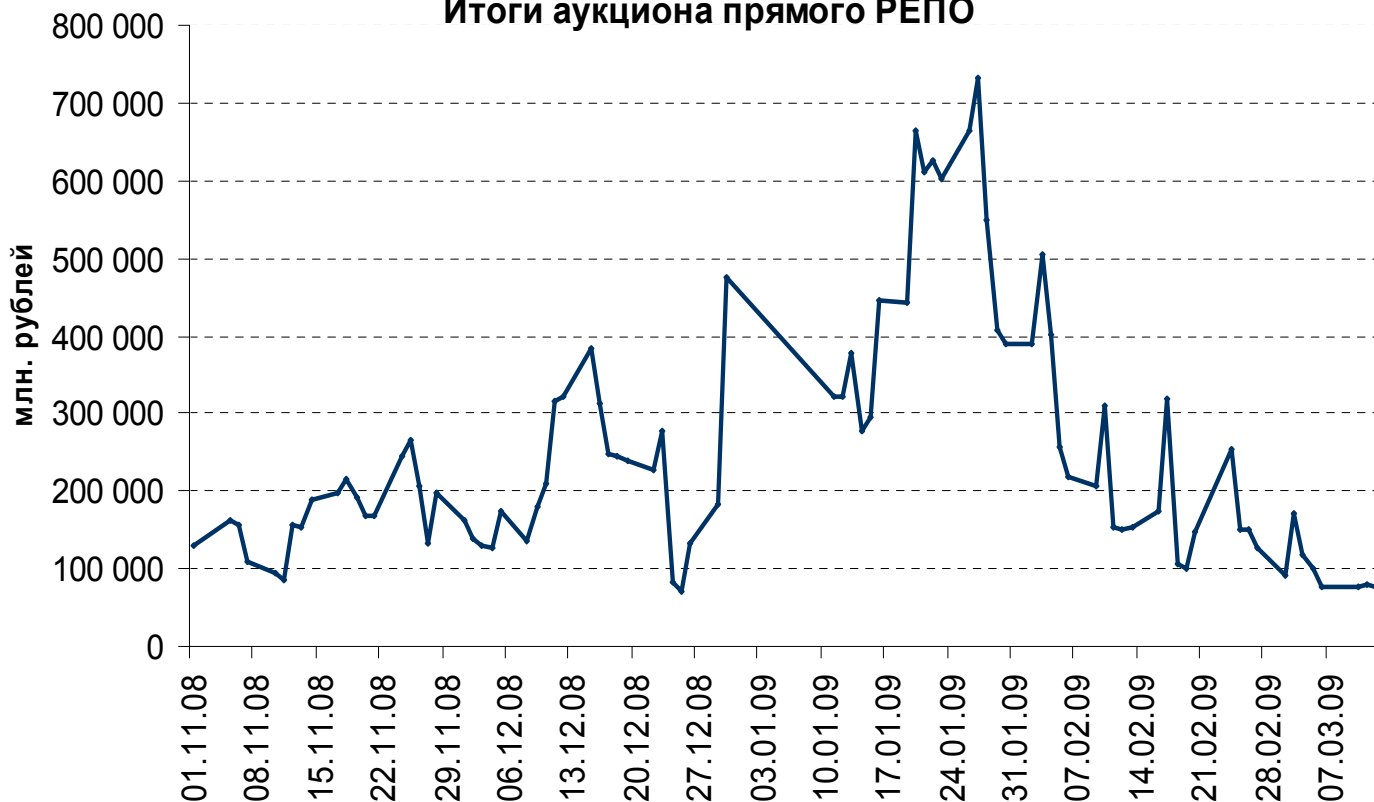
Укрепление рубля продолжалось до середины недели. В среду минимальная стоимость бивалютной корзины была зафиксирована на отметке – 39.02 рубля, после чего на фоне ухудшения настроений на фондовых рынках и снижения цен на нефть стоимость корзины вновь заметно выросла.

На мой взгляд, данная ценовая динамика бивалютной корзины была обусловлена чисто спекулятивными настроениями. При приближении к границе диапазона игроки начинают «переворачиваться». При росте корзины на несколько десятков копеек сразу же следует волна фиксации прибыли.

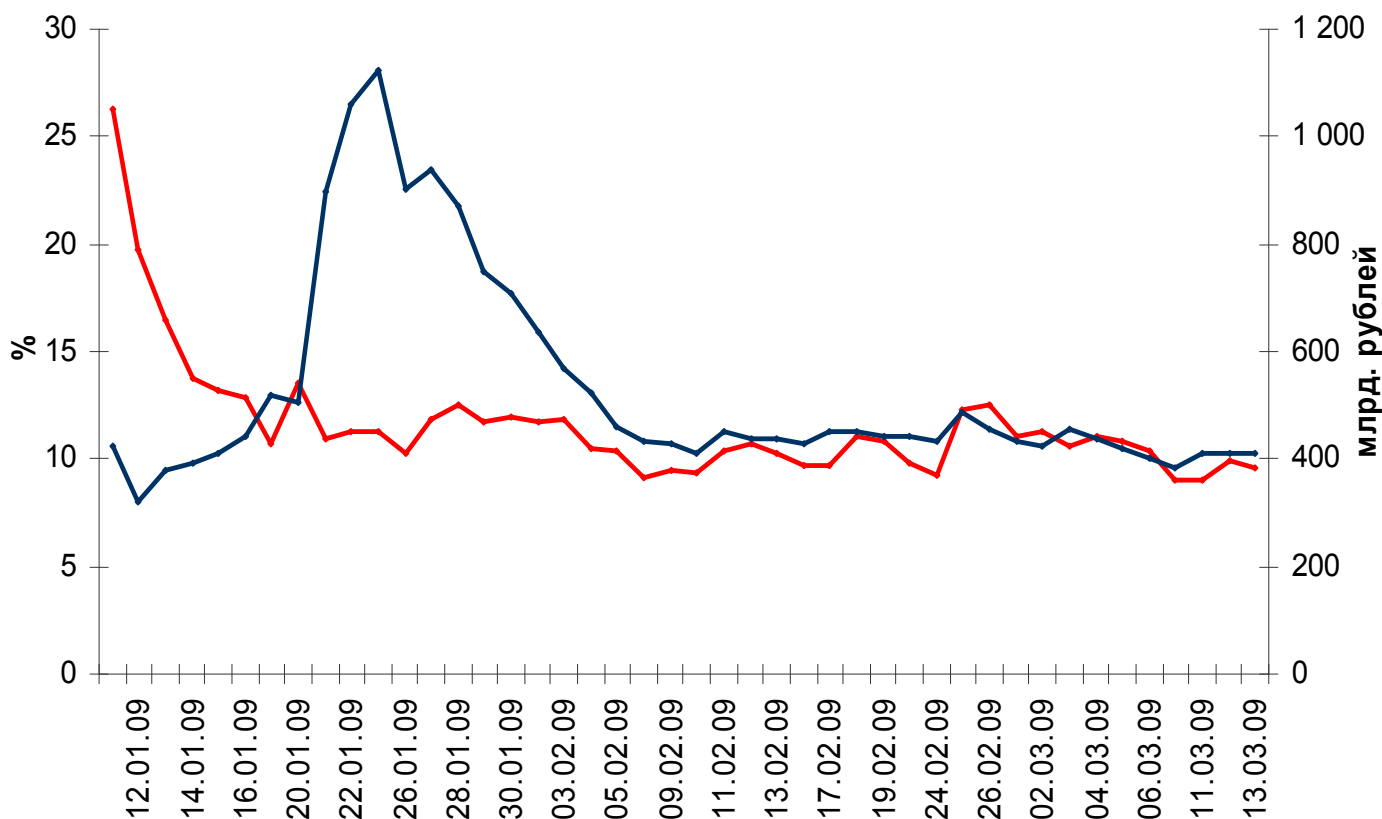
В четверг произошло интересное событие. На фоне решения ФРС США продолжить смягчение денежной политики и как следствие обрушения доллара США стоимость бивалютной корзины во второй половине дня была зафиксирована на уровне ниже 39 рублей. При этом вмешательство Банка России в ход торгов последовало не сразу. ЦБ РФ начал покупать валюту только на уровне – 38.90 и 38.85 рубля по бивалютной корзине. Причем покупка валюты совершалась небольшими объемами. Таким образом, можно говорить о довольно хорошей гибкости регулятора. А значит bid ЦБ РФ в случае улучшения конъюнктуры, в частности, на нефтяном рынке может быть подвинут ниже.

В пятницу особых изменений в конъюнктуре валютного рынка замечено не было. Утро началось с удорожания корзины с 38.89 рублей до 39.04 рубля. При этом уже к полудню ценовой скачок индикативного инструмента Банка России был аннулирован. Бивалютная корзина провела большую часть дня на уровне 38.90 – 38.95 рублей.

### Итоги аукциона прямого РЕПО



### Остатки средств на коррсчетах банков (Россия) и MIBOR



## Комментарий по рынку внутренних долгов

### Рынок рублевых облигаций

Значительных перемен в конъюнктуре внутреннего долгового рынка в первый рабочий день недели зафиксировано не было. Как и прежде, инвесторы избавлялись от бумаг 3-го эшелона в связи с высокими рисками дефолтов или реструктуризации займа и покупали более качественные и в то же время короткие бонды 2-го эшелона с доходностью близкой к 20 % годовых.

К середине недели на рынке рублевых облигаций начали происходить позитивные перемены. В первую очередь стоит отметить, что на вторичном рынке возросли торговые обороты. Во вторую – постепенно начал сужаться спрэд между котировками на покупку и продажу.

На фоне снижения девальвационных ожиданий рост спроса на качественные рублевые долговые инструменты выглядит вполне логичным. Лишним подтверждением тому можно назвать аукцион Москомзайма. 18 марта прошел аукцион по размещению облигаций города Москвы серии 59 в объеме 10 млрд. рублей. Объем спроса на аукционе превысил 6 млрд. рублей. В ходе аукциона было удовлетворено 44 заявки. Доходность по итогам аукциона составила 15.97 % годовых. Объем размещения составил 5.3 млрд. рублей.

Результаты аукциона можно признать успешными. Напомню, что до этого Москомзайм смог разместить облигации всего на 2.8 млрд. рублей. Кроме того, размещение столичных бумаг можно назвать рыночным, об этом говорит объем и количество заявок на покупку бумаг Москва 59 серии.

Закончил неделю внутренний долговой рынок на мажорной ноте. Инвесторы продолжили демонстрировать высокую активность. При этом спрос начал появляться и в более длинных обязательствах, что может свидетельствовать об активизации на рынке инвесторов – нерезидентов.

По итогам торгов 20 марта ценовой индекс IFX-Cbonds-P приравнялся к 97,04 пункта, индекс полной доходности IFX-Cbonds – 213,12 пункта.



## Кредитный комментарий

### АФК Система oferta прошла, теперь дело за Ситроникс

На прошлой неделе 16 марта ОАО «АФК «Система» успешно прошло offerту по дебютному облигационному выпуску общим объемом 6 млрд. руб. Как известно из официального сообщения компании, в рамках данной offerты АФК «Система» выкупила 74,8% дебютного выпуска на 4,498 млрд. руб. включая НКД. А на этой неделе 26 марта проходить публичную offerту предстоит ОАО «Ситроникс», которое является одной из «дочек» АФК «Система». Общий объем дебютного выпуска ОАО «Ситроникс» составляет 3 млрд. руб., и в успешном исполнении обязательств по данной offerте, по всей видимости, у многих инвесторов и аналитиков есть определенные сомнения.

В самом ОАО «Ситроникс» уверяют, что даже если все держатели облигаций захотят принести бумаги в offerту, компания найдет деньги, чтобы расплатиться с ними, для чего уже разработала схемы по привлечению дополнительных средств. Вместе с тем, представители компании Ситроникс утверждают, что находятся в тесном контакте с основными держателями их облигаций и уверены, что не все инвесторы предъявят бумаги к исполнению. Напомним, что 10 марта текущего года компания Ситроникс объявила об удвоении купона собственных облигаций, подняв его с 10% до 22% годовых, и намерена убедить держателей не предъявлять бумаги к выкупу в период offerты. Однако, мы склонны считать, что в условиях текущей нестабильной рыночной ситуации Ситроникс вряд ли удастся уговорить держателей облигаций оставить их еще на год. В пользу такого решения так же говорит сложное финансовое положение компании и очень высокий уровень ее долговой нагрузки, что делает непредъявление облигаций высокорискованным.

Так, результаты деятельности компании Ситроникс по итогам 9 мес. 2008г. согласно неаудированной консолидированной отчетности по US GAAP производят двойственное впечатление: с одной стороны на лицо положительная динамика всех основных финансовых показателей, а с другой – по-прежнему сохраняется убыточность деятельности и растет долговая нагрузка.

Выручка компании Ситроникс за 9 мес. 2008г. составила 1,4 млрд. USD, увеличившись на 37% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Показатель EBITDA компании по итогам 3 кв. 2008г. вышел из отрицательной зоны и достиг уровня в 60 млн. USD, а рентабельность EBITDA за тот же период составила 4,3%. Однако конечный результат деятельности компании по-прежнему отрицательный: по итогам 9 мес. 2008г. чистый убыток ОАО «Ситроникс» составил 46 млн. USD, при этом он сократился на 75% по сравнению с 9 мес. 2007г.

<b>Динамика основных финансовых показателей ОАО «Ситроникс», млн. USD</b>			
<b>Основные финансовые показатели</b>	<b>9 мес 2007</b>	<b>2007</b>	<b>9 мес 2008</b>
Выручка	1 015	1 620	1 389
EBITDA	-96	-101	60
Операционная прибыль (убыток)	-148	-158	21
Чистая прибыль (убыток)	-188	-234	-46
Активы	1 782	1 887	2 213
<b>Показатели рентабельности</b>			
Рентабельность по EBITDA, %	отриц.	отриц.	4,3
Рентабельность операционной прибыли, %	отриц.	отриц.	1,5
Рентабельность по чистой прибыли, %	отриц.	отриц.	отриц.
<b>Показатели долговой нагрузки</b>			
Финансовый долг, млн. USD	–	512	745
Выручка/Финансовый долг, х	–	3,2	1,9
Финансовый долг/EBITDA, х	–	отриц.	12,5
EBITDA/Проценты к уплате, х	–	отриц.	2,0
Финансовый долг/Активы	–	0,27	0,34

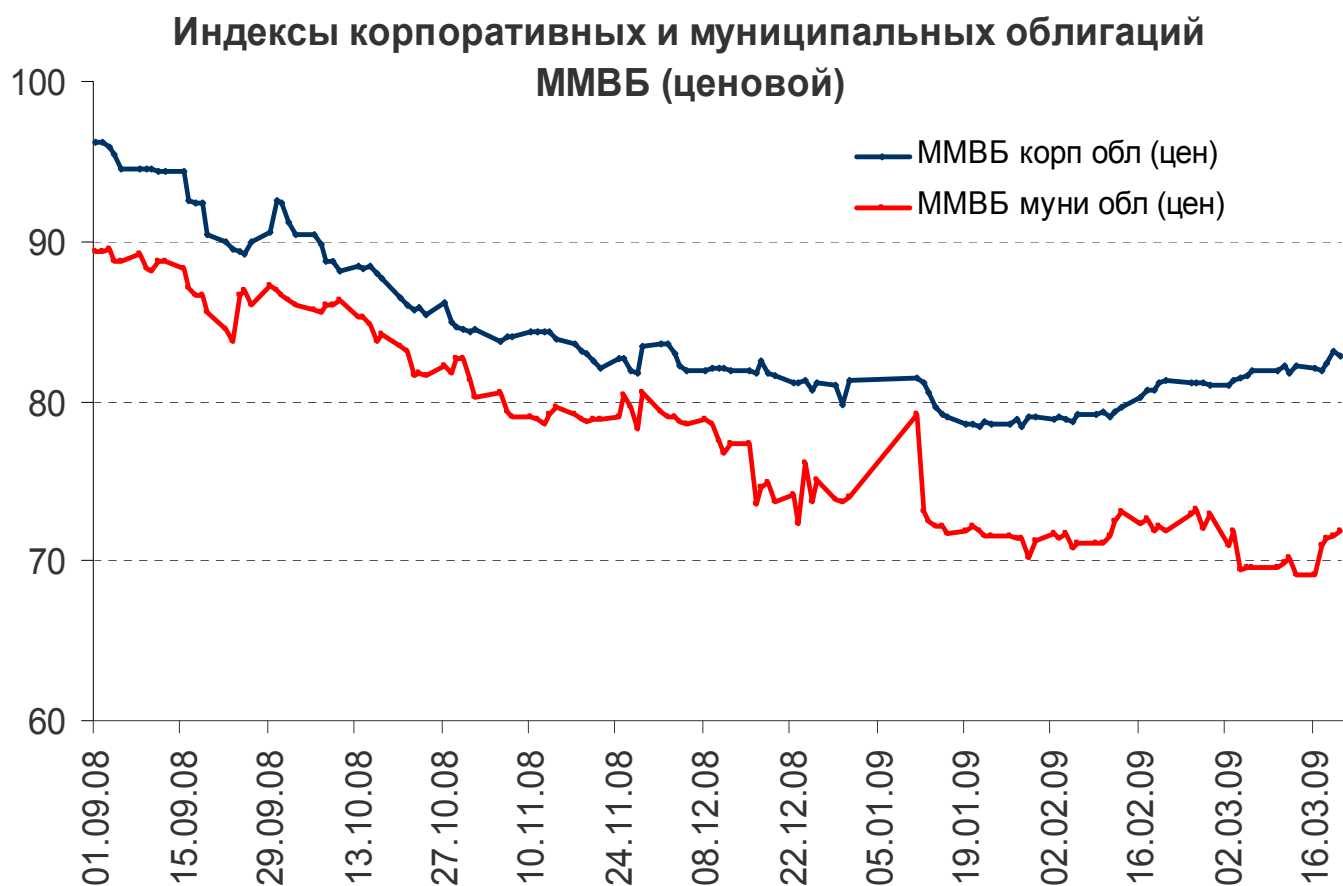
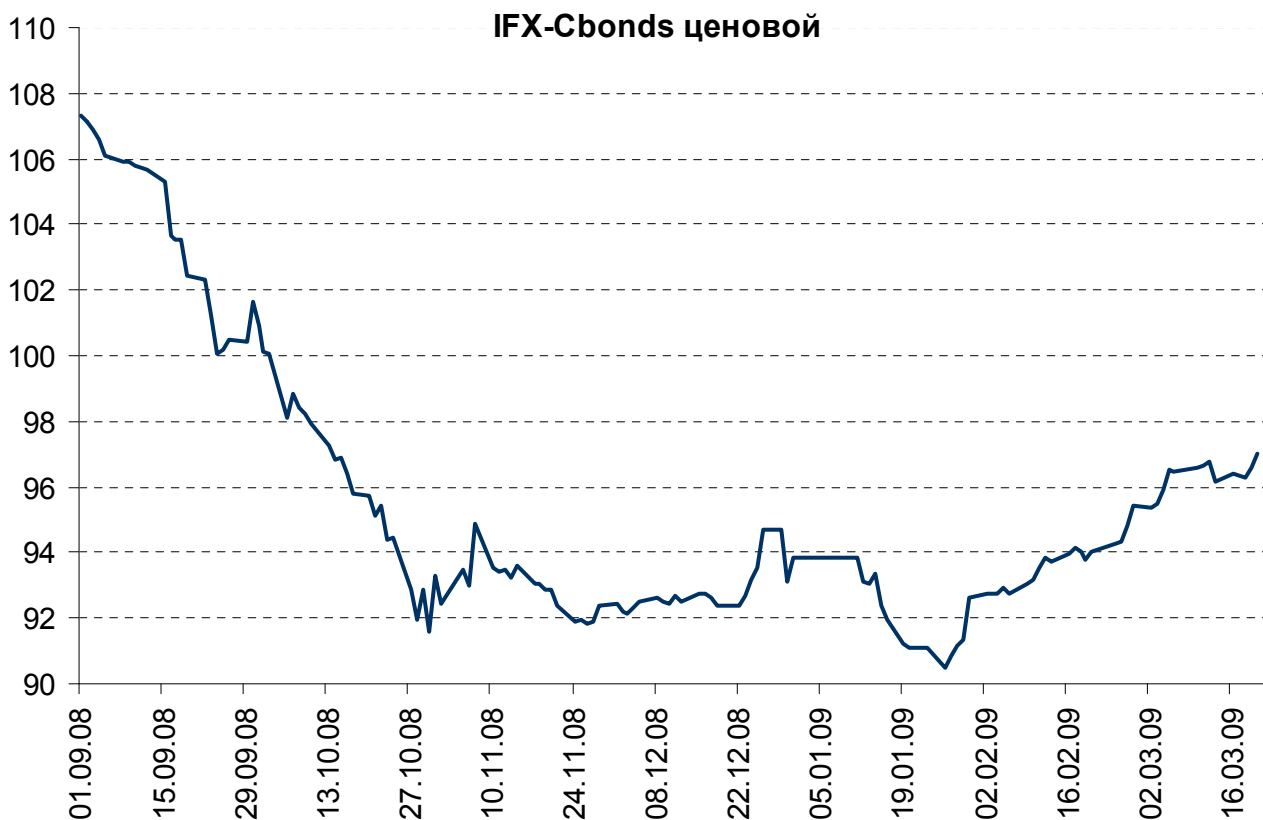
Источник: Отчетность ОАО «Ситроникс», расчеты АКБ «Связь-Банк»

Также стоит отметить, что согласно отчетности компании Ситроникс за 9 мес. 2008г. долговая нагрузка компании остается на очень высоком уровне. Так, совокупный финансовый долг компании за данный период достиг 745 млн. USD, увеличившись на 46% с начала 2008г. Показатель «Выручка/ Финансовый долг» компании составил 1,9х (на начало года – 3,2х), а «Финансовый долг/ EBITDA» – 12,5х.

К сожалению, опубликованная отчетность компании Ситроникс по US GAAP отличается крайне низким уровнем раскрытия информации. Так, компания не приводит полных показателей баланса, а раскрывает только его отдельные статьи, что не позволяет в полной мере оценить финансовое состояние Ситроникс. Однако, как сообщило руководство компании в ходе декабрьского конференц-звонка, краткосрочный долг Ситроникс на тот момент составлял 260 млн. USD, из которых основную часть составляет дебютный облигационный заем компании на 3 млрд. руб., оферта по которому будет на этой неделе 26 марта, 85 млн. USD приходится на кредит от Russian International Bank, еще 75 млн. USD – кредит от Dresdner Bank с погашением также в марте текущего года. Насчет последнего кредита напомним, что средства на его рефинансирование компании Ситроникс выделил ВЭБ. Всего же на рефинансирование своих обязательств перед Dresdner Bank компания Ситроникс получила от ВЭБа 230 млн. USD сроком на 1 год, из этих средств Ситроникс уже погасил первую часть долга перед Dresdner Bank в размере 125 млн. USD еще в декабре прошлого года. Однако, за предоставление данных средств материнская АФК «Система» заложила ВЭБу все свои акции компании Ситроникс (по разным оценкам АФК «Система» вместе с аффилированными с ней компаниями контролирует от 61,3% до 64,2% акций Ситроникса).

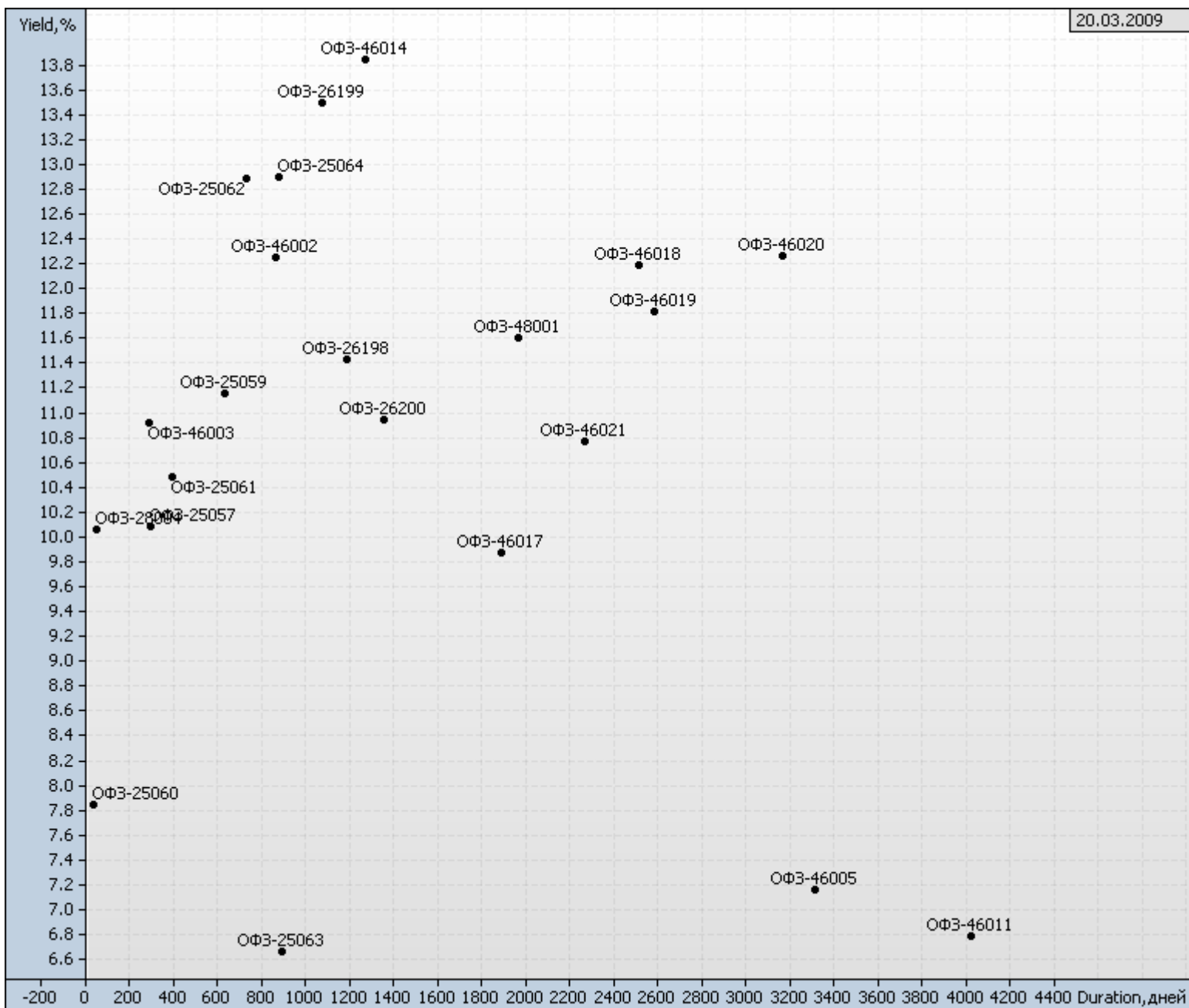
Таким образом, мы склонны считать, что компания Ситроникс не в состоянии самостоятельно рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам и вряд ли сможет «пройти» текущую оферту без помощи материнской АФК «Система». В пользу того, что Система сможет изыскать для «дочки» средства на обслуживание ее обязательств в рамках текущей оферты говорит несколько фактов. Во-первых, на днях об итогах своей деятельности за 2008г. в достаточно позитивном ключе отчитался МТС, а он, как известно, наряду с Комстаром – основной источник текущей ликвидности АФК «Система». Во-вторых, недавно АФК «Система» подтвердила свое согласие продать 43,4% акций ОАО «МТТ» (50% голосующих) своему конкуренту группе компаний «Синтерра» за 54 млн. USD, при этом Синтерра возьмет на себя внутрикорпоративные долги МТТ перед АФК «Система». На таком информационном фоне, мы считаем, что корпорация Система вполне сможет найти короткие деньги для реструктуризации долгов компании Ситроникс, например, через МБРР, как известно, также входящий в структуру АФК «Система». Наконец, ОАО «Ситроникс» вполне может рассчитывать на поддержку со стороны государства, так как компания работает в ряде стратегически важных для страны отраслей. При этом стоит отметить, что поддержку данному облигационному выпуску Ситроникс, если он останется «в рынке», может оказать его внесение в «ломбардный список» ЦБ (текущие рейтинги пока позволяют хоть и имеют негативный прогноз).

Компания Ситроникс является крупнейшим поставщиком телекоммуникационных решений, включая программное обеспечение, оборудование и системную интеграцию, ИТ решения и решения в области микроэлектроники в России и СНГ, с растущим присутствием в Центральной и Восточной Европе, на Ближнем Востоке и в Африке. Компания имеет представительства и филиалы в 32 странах мира, осуществляет экспорт своих продуктов и услуг в более чем 60 стран мира. Общая численность сотрудников составляет свыше 10 000 человек, из которых примерно 4 500 занимаются НИОКР.



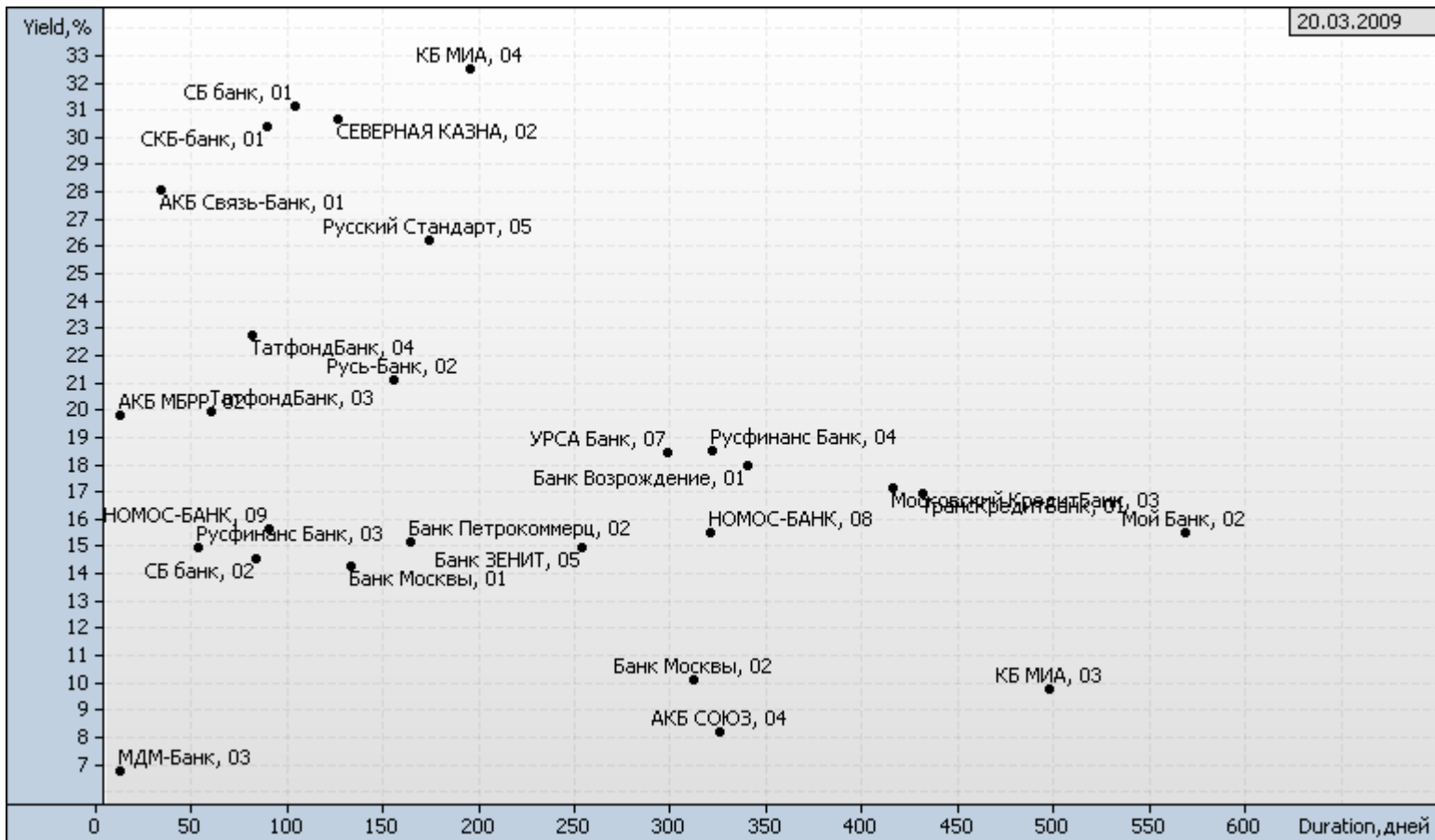
## Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства.

## ОФЗ

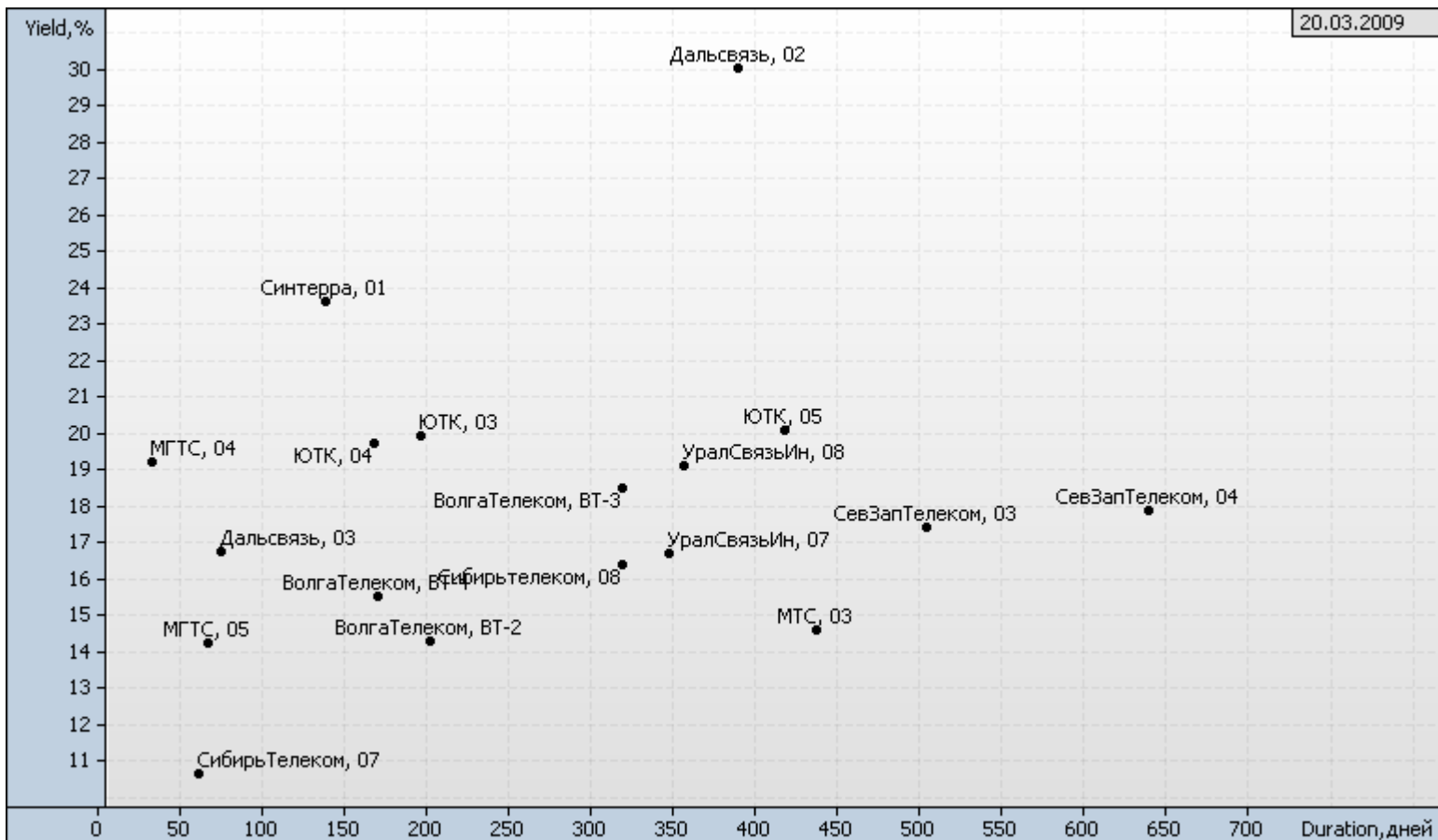


Источник: QuoteTotal 2

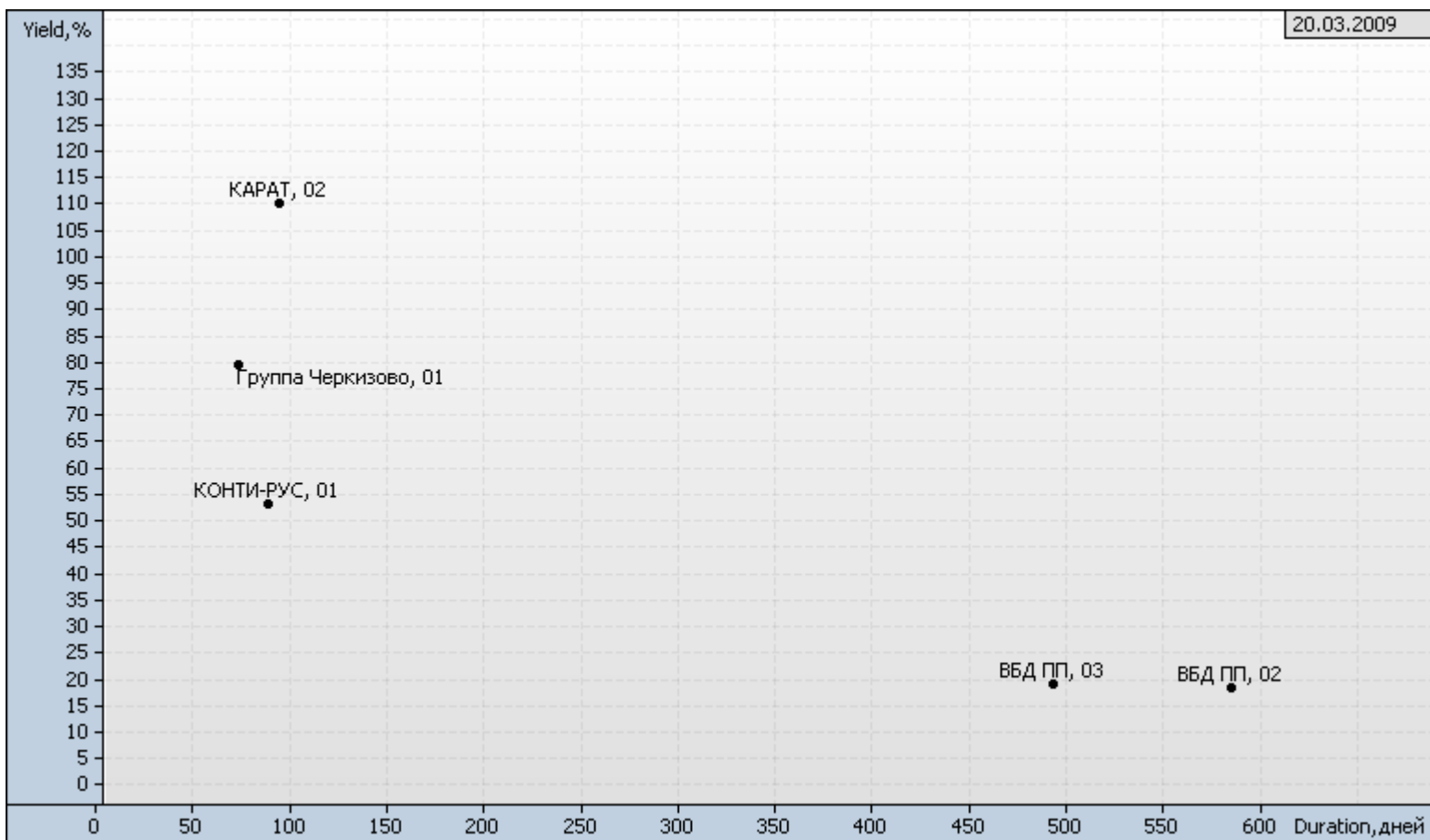
## Банки



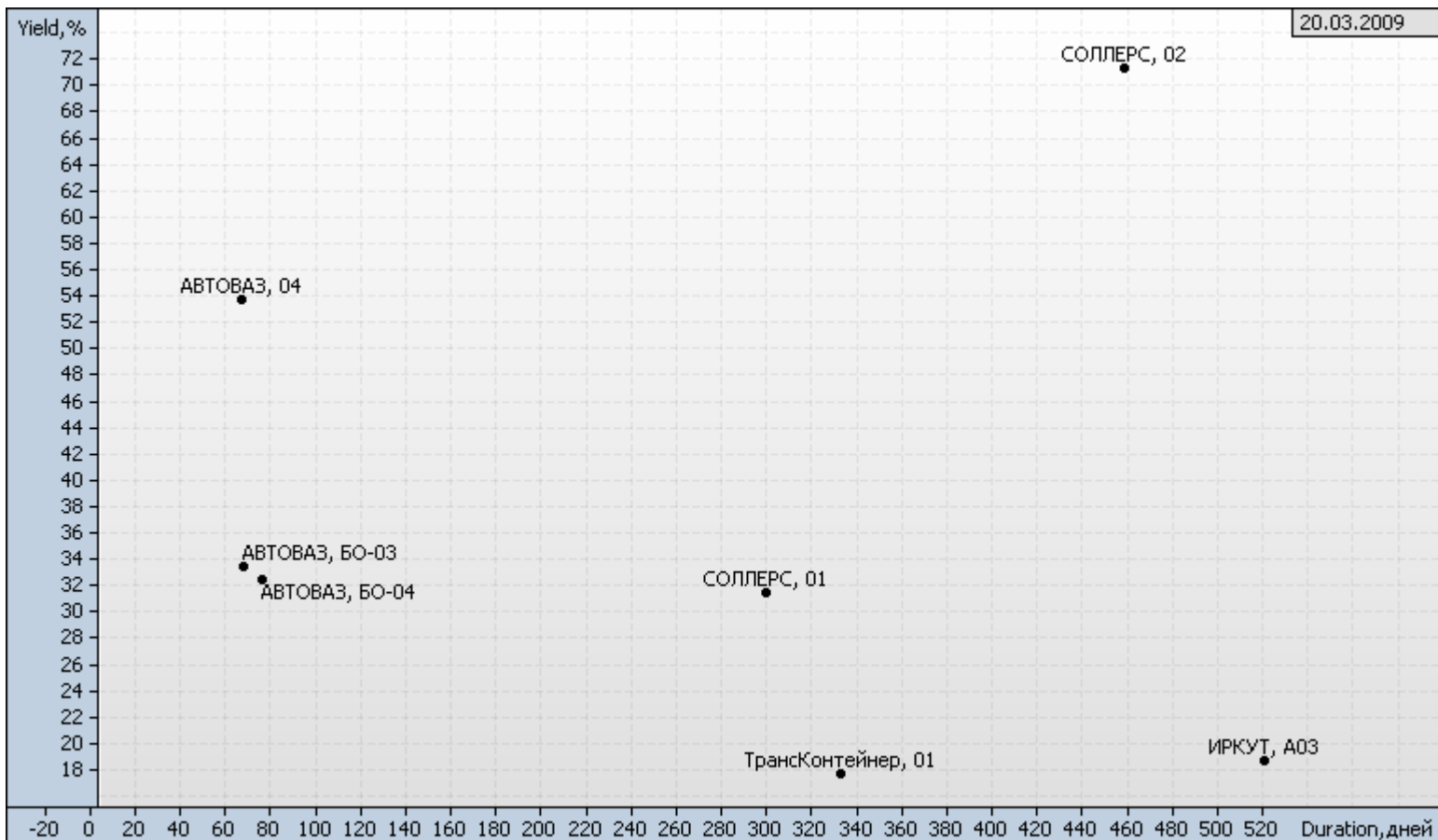
## Телекомы



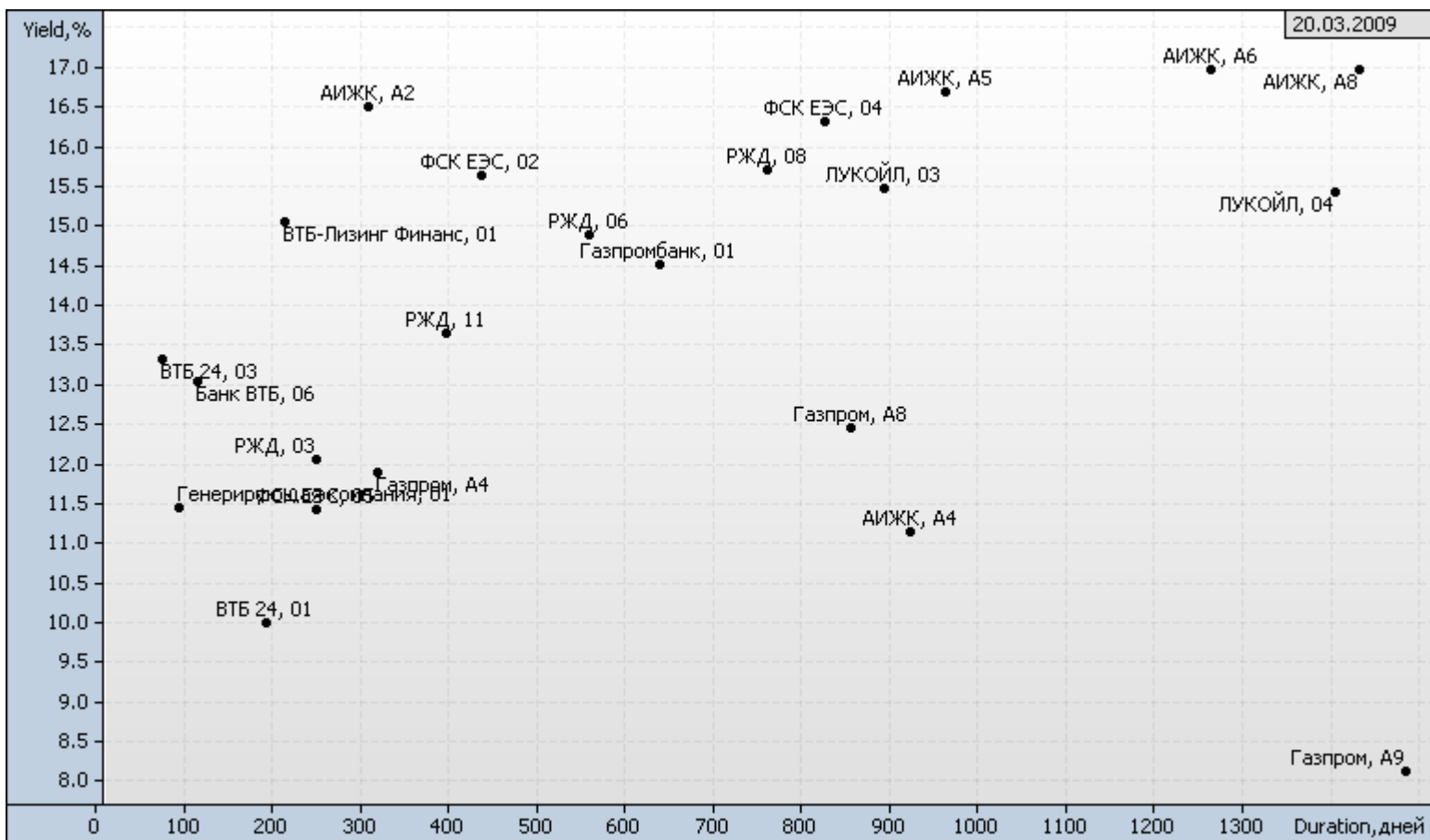
## Пищевая промышленность



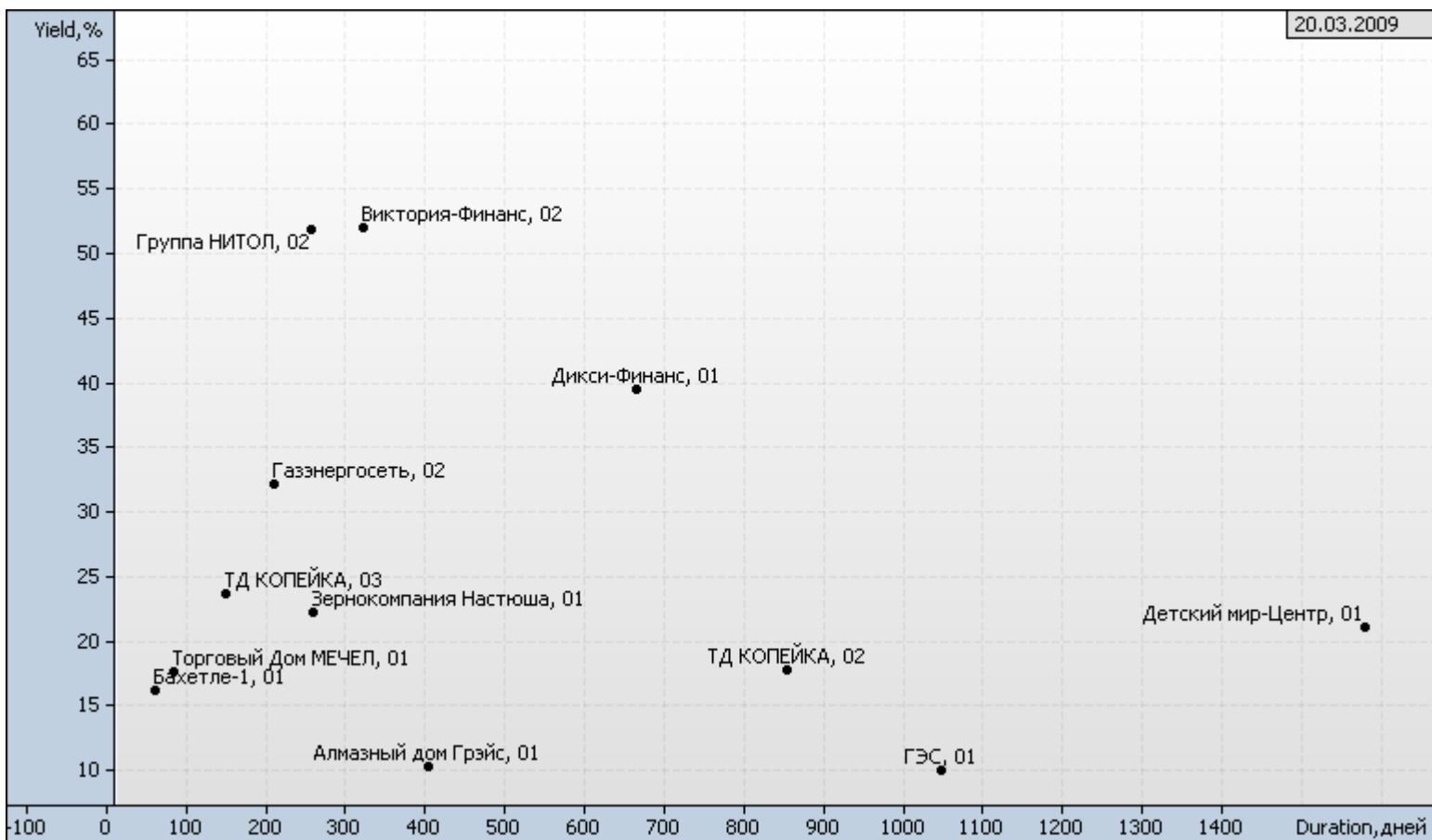
## Машиностроение



## 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](mailto:IB@sviaz-bank.ru)  
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

### Руководство

Автухов Михаил 228-38-01  
[IB@sviaz-bank.ru](mailto:IB@sviaz-bank.ru)

Бахшиян Шаген 228-36-42  
[IB@sviaz-bank.ru](mailto:IB@sviaz-bank.ru)

### Эмиссия долговых инструментов

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

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

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

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

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

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

### Продажи на финансовых рынках

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

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

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

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

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

### Клиентское обслуживание

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

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

### Анализ финансовых рынков

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

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

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

### Кредитный анализ

Чердаков Евгений 228-36-42 (30-95)  
[CR@sviaz-bank.ru](mailto:CR@sviaz-bank.ru)

Тарасов Олег 980-05-61 (31-05)  
[CR@sviaz-bank.ru](mailto:CR@sviaz-bank.ru)