

Рублевые корпоративные облигации

30 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Марийский НПЗ: удачный год на топливном рынке » стр.2
- Ситроникс: финансовые результаты 2007 года » стр.4

ЭКОНОМИКА

- Замороженная ликвидность » стр.6

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- МБРР-3 (3 млрд руб.) размещен под 10%(4) годовых к оферте через 1 год
- Банк Национальная Факторинговая Компания-2 (2 млрд руб.) размещен под 13% годовых к оферте через 1 год
- Выпуск Москва-45 (дюрация 3.5 года) размещен на 1.49 млрд руб. из 5 млрд руб. под 7.40% годовых
- Выпуск Москвы-46 (дюрация 1.2 года) размещен на 1.91 млрд руб. из 2.4 млрд руб. под 7.06% годовых

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 мая	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (13 млрд руб., дюрация 2.8 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.4 года)
8 мая	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008) Заседание ЕЦБ по ставкам
14 мая	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.5 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 12.3 года)
15 мая	Уплата ½ суммы акцизов

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	99.80	+ 30	2.8	8.33%
Мосэнерго-1	99.85	+ 10	1.3	*7.79%
РЖД-6	100.15	+ 10	2.3	7.42%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Зенит-2	99.60	+ 30	0.8	9.09%
Русфинанс-4	96.20	+ 30	1.7	10.35%
Карусель-1	100.18	+ 18	0.4	*9.43%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	94.65	- 35	4.2	*9.24%
ЛУКОЙЛ-4	100.00	- 20	4.6	7.54%
РСХБ-3	97.50	- 20	1.7	*9.05%

2 эшелон

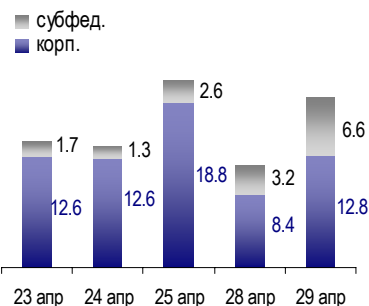
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	101.20	- 35	1.0	9.09%
ЦентрТел-4	106.29	- 26	1.2	8.79%
НК Альянс-1	96.75	- 25	1.3	*11.84%

*к оферте

Индикаторы

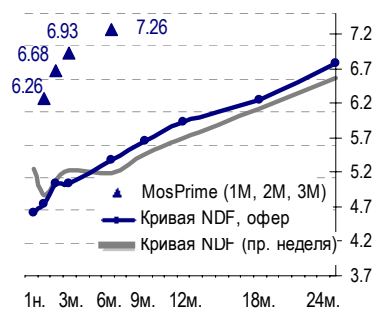
Долларов США за Евро	1.5564	- 0.6 %
Рублей за доллар США	23.6612	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 113.14	- 2.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.59%	- 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.31%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	154	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	618.9	+ 193.8
Остатки на д/с, млрд руб.	69.6	- 19.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 92.3	

Объем торгов на ММВБ

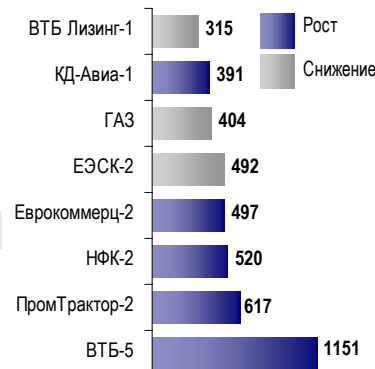


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Марийский НПЗ: удачный год на топливном рынке

Предварительные результаты группы за 2007 год выглядят позитивно

Группа компаний «Марийский НПЗ» ознакомила нас с предварительными финансовыми результатами за 2007 год. Мы отмечаем неожиданно резкий рост показателей рентабельности и снижение долговой нагрузки. Негативным аспектом кредитного профиля является необходимость рефинансировать значительный объем текущих обязательств в 2008 году на фоне реализации крупных инвестпроектов. Мы полагаем, что компания исполнит обязательства по оферте по 2-му выпуску облигаций за счет банковских кредитов, однако текущий уровень доходности выпуска, на наш взгляд, не представляет интереса для покупки в рамках стратегии buy-and-hold.

Основные бизнес-направления – производство и реализация нефтепродуктов

Группа включает относительно небольшой Марийский НПЗ, а также ряд компаний, специализирующихся на транспортировке и продаже нефтепродуктов на базе бункерной компании «Флагман». В периметр консолидации также входят «новые» направления бизнеса группы – завод по производству ПЭТФ (полимерного гранулята) в Калининграде и проект нефтеперевалочного терминала в порту Усть-Луга.

Поставка судовых видов топлива (бункеровка) – ниша, в которой компания имеет сильные рыночные позиции

Основные виды продукции Марийского НПЗ – дизельное и судовое топливо, мазут, прямогонный бензин. По физическим объемам выпуска наибольшая доля приходится на судовые виды топлива, основная часть которых реализуется через входящие в группу бункерные компании. Под бункеровкой понимается весь комплекс работ, связанный с погрузкой топлива на судно. Соответственно, «Флагман» поставляет судовые виды мазута потребителям - в основном рыболовческим компаниям.

Развитие производственного и сбытового направлений требует существенных капложений

Развитие бункерного бизнеса требует серьезных капложений, включая приобретение танкеров и строительство резервуарных мощностей. Одновременно группа реализует крупный проект по модернизации НПЗ. Таким образом, группа была вынуждена активно инвестировать в развитие обоих ключевых направлений. Финансирование инвестпрограммы осуществлялось преимущественно за счет заемных средств, в т.ч. двух облигационных займов. Поэтому долговая нагрузка резко возросла в 2006 году (почти 9х Долг/ЕБИТДА), намного превысив предварительные прогнозы компании.

Инвестиции прошлых лет обусловили высокую долговую нагрузку, однако в 2007 году она заметно снизилась за счет повышения рентабельности

Ситуация с долговой нагрузкой радикально изменилась в 2007 году. Совокупный финансовый долг компании увеличился на \$36.5 млн, однако показатель Долг/ЕБИТДА снизился до 2.5х. Основная причина такой динамики – рост показателей рентабельности и операционной прибыли. Валовая рентабельность повысилась в 2007 году с 22.2% до 28.4%, а на уровне ЕБИТДА – с 8% до 16%.

Финансовые результаты Группы Марийский НПЗ (\$ млн)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	246.4	19.6	8.0%	174.1	8.9х	1.6х
2007	520.6	83.1	16.0%	210.6	2.5х	4.4х

Источник: управленческая отчетность компании (за 2006 год – аудированная), оценки Райффайзенбанка

Рост рентабельности связан прежде всего с очень благоприятной ценовой конъюнктурой на топливном рынке

Столь резкий рост выглядит достаточно необычно, учитывая, что Марийский НПЗ напрямую зависит от цен на нефть, которую компания покупает у Транснефти и нефтяных компаний. Наиболее рентабельные виды продукции с высокой добавленной стоимостью – прямогонный бензин (практически полностью экспортируется) и дизельное топливо (частично экспортируется, однако большая часть реализуется госструктурам, среди которых Минобороны и МВД). Компания объясняет рост показателей рентабельности стремительным ростом цен на нефтепродукты.

Действительно, цены на дизельное топливо выросли за прошлый год более чем в 2 раза, что в сочетании с повышением глубины переработки за счет регулировки установки

атмосферной перегонки нефти и расширением резервуарного парка объясняет удвоение выручки по сравнению с 2006 годом. Вместе с тем, впечатляющий рост операционной рентабельности, на наш взгляд, не может полностью объясняться опережающим повышением цен на продукцию по сравнению с закупочными ценами на сырье. С нашей точки зрения, ключевую роль могли сыграть еще один фактор: компания резко увеличила продажи без существенного роста операционных расходов, при этом пик инвестиционной активности пришелся на 2006 год.

*Ожидаем публикации
полной аудированной
отчетности*

Российская отчетность основного поручителя по облигационному займу – ООО «Марийский НПЗ» - подтверждает рост операционной прибыли. Однако у нас сложилось впечатление, что значительная часть маржи передается трейдеру (рентабельность ООО «Марийский НПЗ» по РСБУ на уровне прибыли от продаж – 9%). Мы полагаем, что ожидаемая публикация полной аудированной отчетности по МСФО за 2007 год, подтверждающей позитивные результаты группы, снимет часть вопросов, связанных с внутригрупповыми операциями.

*Объем инвестиций 2008
года подразумевает
финансирования за счет
долговых источников*

В среднесрочной перспективе кредитный профиль группы зависит от реализации ряда крупных инвестиционных проектов и источников их финансирования:

- На Марийском НПЗ идет постоянное обновление инфраструктуры и оборудования - программа рассчитана на 5-10 лет, в прошлом году затраты составили около \$34 млн, в текущем планируется потратить \$50 млн.
- Строящийся в Калининграде завод ПЭТФ обойдется компании примерно в \$150 млн за 5 лет, план по инвестициям на 2008 год - \$39 млн., еще около \$18 млн планируется направить на развитие инфраструктуры калининградской площадки.
- В 2008 году начинается реализация проекта по созданию портового терминала для перевалки нефтепродуктов НПЗ, включая строительство бункеровочного комплекса. Общая стоимость проекта – \$12 млн, в текущем году будет профинансировано около половины от этой суммы.

Таким образом, в 2008 году объем инвестиций группы должен составить порядка \$116 млн. По нашим оценкам, даже с учетом позитивных тенденций 2007 года, операционный денежный поток компании покрывает не более половины от запланированных капитальных затрат.

*Помимо финансирования
инвестпрограммы,
Марийскому НПЗ
предстоит
рефинансировать
краткосрочный долг*

Помимо инвестпрограммы, у группы есть необходимость привлекать оборотные средства и рефинансировать краткосрочный долг, в т.ч. декабрьское погашение 1-го выпуска облигаций (в июне 2007 года по оферте выкуплено около 300 из 800 млн. руб., хотя часть бумаг могла «вернуться» в рынок) и оферта по 2-му выпуску (объем 1.5 млрд руб.) в начале июля. Насколько устойчивым является рост показателей выручки и рентабельности – пока прогнозировать сложно. Поэтому мы полагаем, что долговая нагрузка компании возобновит рост в 2008 году, хотя и не достигнет критического уровня.

*Вероятнее всего,
компания успешно
пройдет через оферту,
однако облигации не
привлекательны по
текущим котировкам*

Учитывая очень короткую дюрацию 2-го выпуска, вряд ли имеет смысл говорить о каких-либо торговых идеях в этих бумагах. Доходность выпуска МарНПЗ-2 по последним котировкам находится на уровне 12.70% УТР (цена 99.9%). На наш взгляд, этот уровень не является привлекательным для покупки с целью предъявления к оферте.

Мы ожидаем повышения ставки купона по 2-му выпуску как минимум на 150-200 б.п. (текущий уровень – 12%) и объявления дополнительной оферты. Удастся ли убедить инвесторов не предъявлять бумаги к оферте путем повышения доходности - во многом зависит от рыночной конъюнктуры на момент погашения. Мы оцениваем риск рефинансирования Марийского НПЗ как умеренный: оферта, скорее всего, будет пройдена за счет привлечения банковских кредитов.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Ситроникс: финансовые результаты 2007 года

Основной результат 4-го квартала: положительная рентабельность OIBDA

Вчера компания Ситроникс опубликовала неаудированные финансовые результаты по US GAAP за 2007 г., также были представлены некоторые ориентиры на текущий год. Основным достижением в 4-ом квартале стал выход на положительную рентабельность OIBDA, в 2008 году Ситроникс также планирует оставаться прибыльным на операционном уровне. Однако по результатам одного квартала сложно судить об устойчивой тенденции к росту эффективности концерна. Поэтому ключевым фактором кредитного качества Ситроникса, по нашему мнению, остается поддержка со стороны материнской компании – АФК Система (BB-/Ba3/BB-).

Финансовые результаты Ситроникса по US GAAP (млн долл.)

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Валовый Долг*	Долг / OIBDA, раз	OIBDA / Проценты, раз
2005	953	154	16.1%	112	0.7	15.7
2006	1 611	173	10.7%	498	2.9	5.4
2007	1 620	(71)*	-	512	-	-
4кв.2007	605	15*	2.5%	512	8.4	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

* – величина OIBDA скорректирована на расходы по опционной программе для менеджмента

Слабые результаты 3 бизнес-направлений Ситроникса

Выручка Ситроникса практически не изменилась по сравнению с 2006 г., при этом компания оказалась убыточной на уровне OIBDA. Слабые результаты продемонстрировали 3 бизнес-направления компании:

- *телекоммуникационные решения*: доходы (\$570 млн) сократились на 20% к 2006 году, убыток OIBDA – \$74 млн;
- *потребительская электроника*: выручка (\$69 млн) снизилась в 3.1 раза, убыток OIBDA – \$55 млн;
- *IT-решения*: несмотря на заметный рост выручки (на 36% до \$763 млн), прибыль OIBDA (\$21 млн, маржа 2.8%) осталась на уровне 2006 года.

Микроэлектроника – наиболее прибыльный дивизион в 2007 году

Наиболее прибыльным направлением в 2007 году стала микроэлектроника (OIBDA \$38 млн) Выручка дивизиона выросла на 77% по сравнению с 2006 г., некоторое снижение маржи OIBDA (на 4 п.п. до 17.7%) связано с увеличением доли производства менее рентабельной продукции.

Ориентир по росту выручки в 2008 г. – 15%, рентабельности OIBDA – 5%

После смены менеджмента в октябре прошлого года была разработана и представлена новая стратегия развития Ситроникса. В качестве приоритетных задач на ближайшее будущее рассматриваются углубление интеграции активов концерна и повышение эффективности ведения проектов, что в конечном счете должно привести к росту операционной рентабельности. По прогнозам компании, маржа OIBDA в 2008 г. составит не менее 5%, однако на положительную рентабельность на уровне чистой прибыли удастся выйти только в 2009 году. Темпы роста доходов превысят среднерыночный показатель 15%.

Ситроникс не планирует привлекать новый долг в 2008 г. для реализации инвестиционной программы

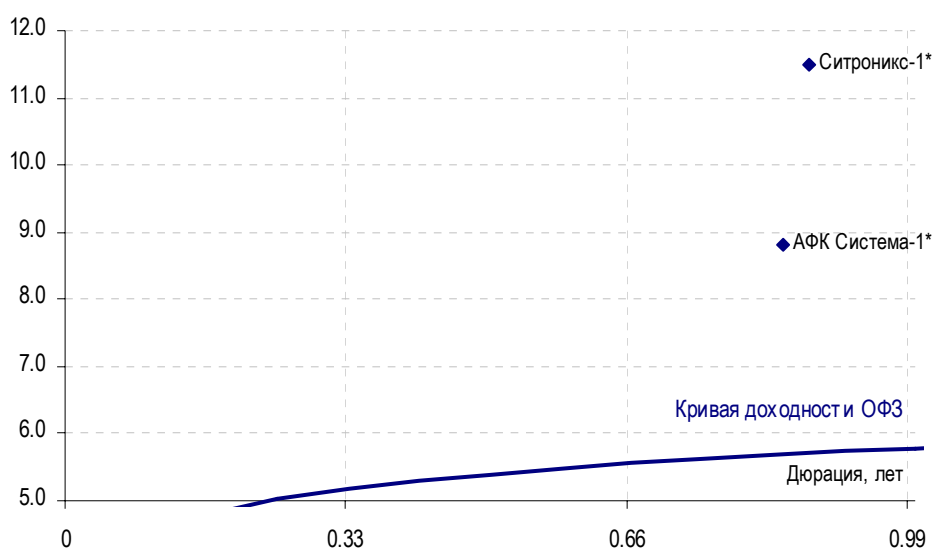
В 2008 году планируется заметное сокращение инвестиционной программы по сравнению с 2007 г. (\$236 млн). На органический рост будет направлено около \$50 млн, при этом общий объем инвестиций не превысит \$100 млн. По нашим оценкам, при условии выполнения заявленных планов по выручке и рентабельности, Ситрониксу не потребуется привлекать дополнительные средства для реализации программы. Однако в этом году компании предстоит рефинансировать \$254 млн краткосрочной задолженности, поэтому мы не исключаем увеличения предложения публичного долга Ситроникса.

**Основную часть
финансирования проекта
в Зеленограде обеспечит
АФК Система**

Недавно стали известны некоторые детали относительно финансирования крупного проекта в микроэлектронике – создании производства схем по технологии 0.065 микрон в Зеленограде. Общий объем инвестиций оценивается в \$2 млрд, половина этой суммы будет выделена из Инвестиционного Фонда. В соответствии со своей долей в проекте, Ситроникс привлечет 11% необходимого финансирования, основную же часть (43%) обеспечит АФК Система. Таким образом, реализация масштабного проекта не приведет к значительному увеличению долговой нагрузки концерна.

По нашему мнению, текущий уровень спредов облигаций Ситроникса отражает слабые финансовые показатели компании как самостоятельного бизнеса. Вместе с тем, кредитный риск Ситроникса определяется поддержкой со стороны материнской компании АФК Система (в документации к выпуску евробондов Системы предусмотрен cross-default). Ряд ключевых для концерна проектов осуществляется по заказу дочерних операторов холдинга. Дополнительным позитивным фактором является участие в государственных инвестиционных проектах в области микроэлектроники.

Доходность облигаций на 29 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Замороженная ликвидность

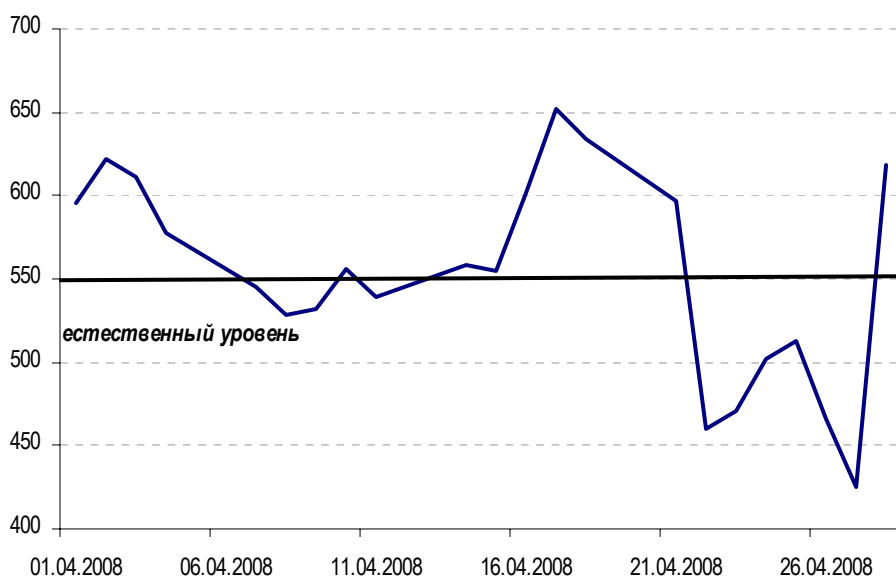
Объем РЕПО с ЦБ повысился на 130 млрд. руб., при этом корсчета увеличились почти на 200 млрд. руб.

По нашему мнению реализовался дефицит ликвидности, отсроченный 21 апреля с помощью механизма усреднения ФОР

Во вторник объемы РЕПО с ЦБ достигли 240 млрд. руб. по сравнению с 110 млрд. руб. днем ранее. Но в отличие от понедельника вчера не наблюдалось значимого оттока денежных средств из банковской системы. Напротив, произошло увеличение корсчетов: с 425 до 619 млрд. руб. Однако мы считаем, что столь большое увеличение средств на корсчетах было вынужденным, и именно оно создало дополнительный дефицит ликвидности.

Как мы и прогнозировали, чрезвычайно низкий уровень корсчетов, установившийся с 22 апреля, не мог продержаться долго (см. наш Ежедневный обзор от 22.04.2008). Большинство крупных банков используют механизм усреднения обязательных резервов и поэтому должны поддерживать среднемесячный остаток на своем корреспондентском счете в соответствии со своими обязательствами по ФОР. И если в какие-то дни месяца остатки были ниже необходимого уровня, то в другие они обязательно должны быть выше. Сейчас конец апреля и вчера у банков оставалось всего два рабочих дня, чтобы выправить свой среднемесячный остаток на корсчете. Поэтому, даже несмотря на серьезный рост процентных ставок, им пришлось отвлечь значительные объемы ликвидности для этих целей.

Динамика корсчетов КО по России, млрд. руб.



Источник: Банк России, оценки Райффайзенбанка

25 и 28 апреля налоговые платежи забрали из банковской системы неожиданно много – около 500 млрд. руб.

Для нас стало сюрпризом, что несмотря на высокий объем покупок валюты ЦБ (по нашим оценкам около \$26 млрд.), размещения средств Роснано (примерно 100 млрд.руб.) в апреле банковская система все же испытала значимый дефицит ликвидности. Как нам кажется, произошло это из-за чрезвычайно высоких объемов налоговых платежей в последние дни месяца: по НДС, экспортной пошлине и налогу на прибыль, которые 25 и 28 апреля забрали из банковской системы около 500 млрд. руб. Определить, какой из этих налогов виноват в дефиците, сейчас достаточно сложно, так как по нашему мнению 28 апреля (официальный день уплаты налога на прибыль) в бюджет продолжали поступать платежи по НДС и экспортной пошлине, расчеты по которым традиционно растягиваются на два дня.

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

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.