

# Рублевые корпоративные облигации

14 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Сибирьтелеком: комментарий к размещению » стр. 2

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- Планируется дебютный выпуск ЭСТАР (3 млрд руб., годовая оферта)

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

14 авг	Размещение Сибирьтелеком-8 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Вестер-1 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Аукцион ОБР-6 (20 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
15 авг	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Уплата ½ суммы акцизов
20 авг	Размещение Ашинский метзавод-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (10 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.6 года)

### Лидеры роста

#### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	87.50	+ 29	5.2	11.17%
АИЖК-8	88.25	+ 25	4.0	*11.21%
ОГК-5	99.07	+ 22	1.1	*8.54%

#### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	99.75	+ 40	2.1	9.32%
ГЭС-2	100.91	+ 40	1.1	*10.15%
УРСИ-7	100.25	+ 27	0.6	*8.09%

### Лидеры падения

#### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	96.87	- 27	2.8	8.63%
ЛУКОЙЛ-4	95.60	- 25	4.4	8.62%
ОГК-6	97.15	- 15	1.6	*9.62%

#### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УралсибЛК-1	100.12	- 36	0.8	*11.74%
НК Альянс-1	98.00	- 25	1.0	*11.19%
ТГК-10-2	100.00	- 10	0.5	*9.99%

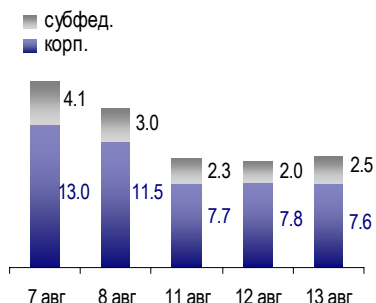
\*к оферте

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4919	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	24.3087	- 0.6 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 112.61	+ 2.4 %
Москва-39, дох. % год.	8.70%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 2 б.п.

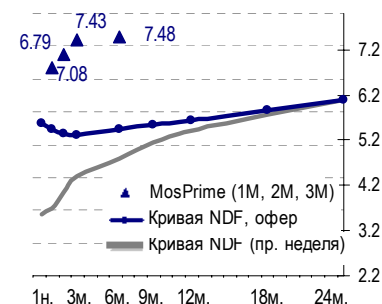
Остатки на к/с, млрд руб.	701.3	+ 29.3
Остатки на д/с, млрд руб.	142.2	- 18.6
Сальдо операций с ЦБ	- 64.0	

## Объем торгов на ММВБ

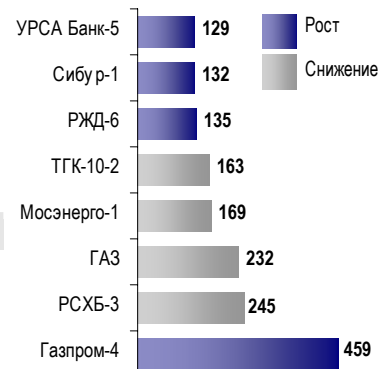


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### Сибирьтелеком – комментарий к размещению

*Сегодня состоится размещение облигаций Сибирьтелекома – второй по размеру выручки МРК связи*

Сегодня состоится размещение 8-го выпуска облигаций Сибирьтелекома (объем 2 млрд. руб., оферта через 1.5 года). Ориентир по ставке купона составляет 9.5%-9.8%, что эквивалентно УТР 9.7%-10.0%. Сибирьтелеком – вторая по размеру выручки межрегиональная компания связи (МРК), обладает развитой инфраструктурой в Сибирском Федеральном Округе (СФО). Как и прочие МРК, компания занимает монопольные позиции в сегментах местной и внутризональной связи, а также является третьим сотовым оператором в регионе (доля рынка 26%) и удерживает более половины рынка широкополосного доступа в интернет (ШПД).

*Компания представлена не во всех районах СФО, что, на наш взгляд, является позитивным моментом*

СФО занимает огромную площадь и характеризуется достаточно высокой долей городского населения (более 70%), большая часть которого сосредоточена в южной части региона. При этом в удаленных северных частях СФО существуют достаточно крупные населенные пункты, где Сибирьтелеком не представлен вовсе (к примеру, Норильск). Тем не менее, компания не имеет планов по выходу на эти рынки, поскольку их удаленность и суровые климатические условия делают цену такого присутствия неоправданно высокой.

#### 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

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка*

*Финансовые показатели заметно улучшились в 2007 году...*

Как и в случае остальных МРК, в 2007 году финансовые показатели Сибирьтелекома продемонстрировали положительную динамику – 60%-й рост ЕБИТДА и сокращение долговой нагрузки до 1.8x Долг/ЕБИТДА. Мы отмечаем, что рост выручки во многом был обусловлен введением трехуровневой системы тарификации и принципа «платит звонящий». Тарифная реформа позволила МРК значительно увеличить доходы от местной и внутризональной связи в 2007 году. Однако, ввиду того, что тарифы на эти виды услуг регулируются государством, в будущем динамика выручки компаний будет зависеть от роста доли нерегулируемых услуг – мобильного сегмента и т.н. «новых услуг» (ШПД, IP-телевидение и т.п.).

*...отчасти за счет компенсации убытков компании за прошлые годы*

Стоит отметить, что положительное влияние на финансовые результаты Сибирьтелекома в 2007 году оказало возмещение Федеральным агентством связи убытков компании от оказания универсальных услуг связи (проще говоря – от установки таксофонов) в объеме 472 млн. руб. По сути, эти доходы должны быть отнесены к прибыли компании за годы, когда данные услуги оказывались, но их исключение из доходов за 2007 год снижает рентабельность компании по ЕБИТДА незначительно до уровня 32.7% (+8.2% к аналогичному показателю за 2006 год).

*Но мы не ожидаем, таких же бурных темпов роста в 2008 году*

Доходы от нерегулируемых услуг с высокой добавленной стоимостью занимают весомую долю в структуре выручки Сибирьтелекома (35% на конец 2007 года). Тем не менее, в 2008 году мы ожидаем гораздо более скромных темпов роста выручки компании по следующим причинам:

- эффект от тарифной реформы мы относим к разовым событиям - в 2008 году МРК вряд ли смогут добиться существенного повышения тарифов на местную связь, не получив при этом отток абонентов;
- рост доходов в мобильном сегменте в 2007 году во многом был достигнут за счет существенного снижения тарифов и последовавшего увеличения числа абонентов на 1.1 млн. Динамика 2008 года говорит о существенном замедлении прироста абонентской базы (+ 0.2 млн за первые шесть месяцев);
- доля новых услуг в структуре выручки компании все еще незначительна (9% на конец 2007 года), и хотя эти доходы растут весьма быстрыми темпами, их влияние на консолидированные показатели компании все еще ограничено.

**Эффективность невысокая, но есть тенденция к улучшению**

Сибирьтелеком демонстрирует достаточно низкие показатели эффективности, что отчасти обусловлено внешними факторами - сложными климатическими условиями и значительными расстояниями между населенными пунктами региона. Так, количество линий на одного сотрудника составило немногим более 130 на конец 2007 года, по сравнению с 200 у УРСИ и 500 у восточноевропейских компаний связи. Тем не менее, компания проводит достаточно успешную работу по сокращению издержек – фактические расходы по оплате труда сократились в 2007 году, что привело к существенному снижению их доли в операционных расходах компании с 44% до 38%. Уровень цифровизации сети составляет 72%, а его рост до 80% к концу 2008 года также позволит компании повысить эффективность.

**Капитальные затраты в 2008 году финансируются в основном за счет собственных ресурсов...**

Инвестиционная программа Сибирьтелекома на 2008 год определена в объеме 11.5 млрд. рублей и порядка половины из этих расходов пойдет на улучшение инфраструктуры в сегменте новых услуг и сотовой связи. Большая часть капитальных вложений СТК будет профинансирована за счет собственных средств. Общий объем финансового долга к погашению в 2008 году - порядка 8 млрд руб., из них компании осталось рефинансировать только 4 млрд руб. (включая оферту по рублевым облигациям 6-й серии в сентябре 2008 года).

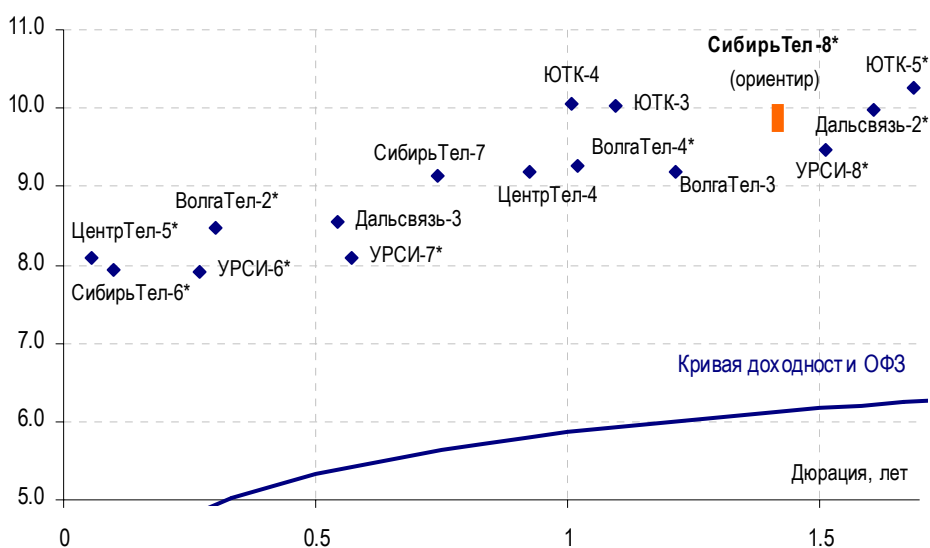
**... и мы ожидаем дальнейшего снижения долговой нагрузки**

В целом, мы ожидаем, что долговая нагрузка Сибирьтелекома продолжит постепенно сокращаться в 2008 году и компания вполне может закончить год с показателем 1.5x Долг/ЕБИТДА – объем валового долга компании увеличится несущественно, в то время как ЕБИТДА в 2008 году, по прогнозам, превысит 12 млрд руб.

**Мы считаем целесообразным участие в размещении по верхней границе диапазона – 10% УТР**

Мы считаем, что кредитные характеристики Сибирьтелекома являются одними из лучших среди межрегиональных компаний связи, принадлежащих Связьинвесту. Ориентиры организаторов по доходности предстоящего выпуска предлагают премию в 25-55 б.п. к 8-му выпуску Уралсвязьинформа, что на наш взгляд, вполне справедливо. При сопоставимом уровне рентабельности, долговая нагрузка УРСИ несколько выше, чем у Сибирьтелекома, однако более крепкие рыночные позиции первого вполне оправдывают спред в 25 б.п. Учитывая, что все МРК находятся в активной инвестиционной фазе, можно говорить об определенном «навесе» предложения рублевого долга со стороны этих компаний. По этой причине мы считаем целесообразным участие в аукционе Сибирьтелеком-8 по верхней границе диапазона.

**Доходность облигаций на 13 августа**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

#### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

#### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

#### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.