

# Рублевые корпоративные облигации

11 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Зенит: комментарий к отчетности по МСФО » стр. 2
- Ситроникс: рост рентабельности и стабильные ориентиры» стр. 3

## Индикаторы

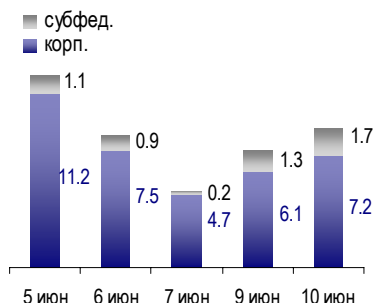
Долларов США за Евро	1.5461	- 1.2 %
Рублей за доллар США	23.6219	+ 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 131.15	- 2.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.54%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	146	- 14 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	604.7	+ 21.7
Остатки на д/с, млрд руб.	292.7	- 55.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 55.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 19 июня состоится размещение выпуска Москва-50 (5.5 млрд руб., дюрация 3.0 года)

## Объем торгов на ММВБ

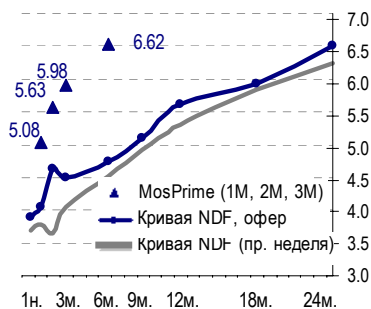


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

11 июня	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (7 млрд руб., дюрация 12.2 года)
16 июня	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Размещение ОБР-6 (250 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
17 июня	Размещение Россельхозбанк-7 (5 млрд руб., годовая оферта)
19 июня	Размещение Банк Ренессанс Капитал-3 (4 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Кредит Европа Банк-2 (4 млрд руб., годовая оферта)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	93.20	+ 22	5.0	9.20%
АИЖК-7	94.25	+ 10	5.0	9.16%
ОГК-5	99.20	+ 9	1.3	*8.31%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-1	99.75	+ 15	1.0	9.59%
НК Альянс-1	98.70	+ 15	1.2	*10.26%
ЮТК-5	97.49	+ 9	1.9	*9.16%

## Лидеры падения

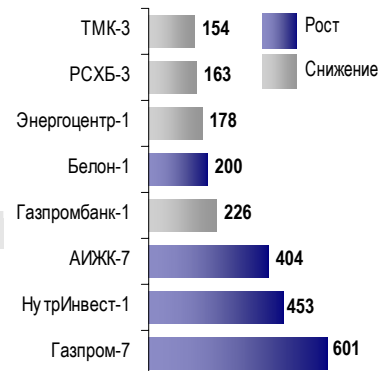
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	99.60	- 43	1.2	*8.02%
АИЖК-10	94.35	- 15	5.8	9.38%
РЖД-7	102.00	- 14	3.8	7.14%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	99.80	- 30	1.8	*8.69%
ЦентрТел-4	106.20	- 30	1.1	8.39%
ВБД-3	100.85	- 15	0.7	*8.21%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Банк Зенит: комментарий к отчетности по МСФО

**Банк Зенит отчитался по МСФО за 2007 год – с кредитной точки зрения результаты банка нейтральны**

Банк Зенит (Moody's: Ba3; Fitch: B positive) опубликовал отчетность по МСФО за 2007 год. В целом банк показал неплохие результаты, однако мы не ожидаем, что их публикация окажет существенное влияние на цены рублевых облигаций банка. Мы также отмечаем, что в отчетности Зенита не раскрыт ряд важных показателей (таких, например, как объем просрочки), что не совсем соответствует наметившейся в российском банковском секторе тенденции к улучшению качества раскрытия информации.

#### Основные показатели Банка Зенит по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	6645	11.1	109	4.46	1.89	3.83	1.77	н.д.	2.87
2006	3892	13.8	119	4.82	1.95	4.21	2.13	н.д.	3.14

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Зенит – крупный частный банк, тесно связанный с компанией Татнефть**

Банк Зенит входит в ТОП-30 российских банков и обладает сетью, включающей около 150 точек продаж в различных регионах России. Основными акционерами банка являются Татнефть и физические лица, входящие в состав руководства банка. По нашему мнению, основным фактором кредитного качества Зенита является достаточно высокая вероятность финансовой поддержки со стороны Татнефти (Fitch: B+ positive), которая является ключевым клиентом банка.

**Банк быстро рос в корпоративном сегменте, доля розницы по-прежнему не существенна**

Зенит показал впечатляющую динамику роста активов в 2007 году (+71% в долларовом исчислении), чему сопутствовал соразмерный рост капитала за счет дополнительной эмиссии, проведенной в 2007 году. Мы отмечаем, что с 2007 года Зенит начал консолидировать приобретенные Липецккомбанк и Банк «Зенит Сочи» (бывш. Сочигазпромбанк), что оказало определенное влияние на динамику роста. В кредитовании, банк по-прежнему фокусируется на корпоративном сегменте, а объем розничного бизнеса, хотя и быстро растет, пока еще не значителен (10% от кредитного портфеля на конец 2007 года).

**Концентрация рисков в кредитном портфеле остается высокой**

К негативным моментам мы относим высокую степень концентрации кредитного портфеля Зенита с ограниченным числом заемщиков - объем кредитов 23-м крупнейшим заемщиком превышал капитал банка почти в два раза на конец 2007. Мы также отмечаем значительную долю (23%) кредитов в сегменте строительства, который может характеризоваться повышенными рисками в текущей конъюнктуре рынка.

**Риски рефинансирования не существенны и ликвидность выглядит приемлемо**

Соотношение кредитного портфеля к клиентским средствам Зенита улучшилось в 2007 году до 109% (со 119% годом ранее), а объем выплат по рыночным обязательствам в текущем году не представляет угрозы для платежеспособности банка. Уверенности также добавляет тот факт, что структура активов и пассивов по срокам до погашения выглядит весьма сбалансированной (положительный запас ликвидности на горизонте до 1 года).

**Зависимость от средств акционеров все еще высока**

Стоит отметить, что около 37% всех обязательств Банка Зенит на конец 2007 года было представлено средствами компаний, связанных с акционерами банка. Мы считаем, что в условиях ограниченности ресурсов в банковской системе такая зависимость может рассматриваться даже как умеренно позитивный фактор, однако с фундаментальной точки зрения она остается одной из слабых сторон кредитного профиля Зенита.

**Показатели доходности сильно зависят от объемов бизнеса с акционерами**

В целом Zenit показал неплохие показатели доходности в 2007 году, что, тем не менее, отчасти было достигнуто благодаря «поддержке» акционеров. Так, значительный объем (порядка половины) комиссионных доходов был получен банком от операций со связанными сторонами. Не имея такого источника доходов, показатели Zenita выглядели бы несколько слабее - так, «очищенный» показатель RoAA составил бы 1.17% на конец 2007 года. Также мы полагаем, что достаточно высокий показатель чистой процентной маржи (4.46%) отчасти достигается за счет более дешевого фондирования со стороны акционеров по сравнению с рыночным привлечением.

Вчера был размещен облигационный выпуск банка Zenit пятой серии объемом 5 млрд. рублей. Ставка купона на аукционе составила 10%, что при наличии полугодовой оферты эквивалентно доходности 10.25%. Премия к торгующимся выпускам банка со схожей дюрацией составила порядка 70 б.п. Мы полагаем, что такая доходность вполне отражает кредитный профиль банка Zenit, а премия является вполне адекватной компенсацией за отсутствие бумаги в котировальном списке A1 и списке РЕПО ЦБ.

### Ситроникс: рост рентабельности и стабильные ориентиры

**Ситроникс достиг положительной рентабельности по всем направлениям бизнеса**

Вчера Ситроникс представил неаудированные результаты за I квартал 2008 года. Основные финансовые показатели продемонстрировали достаточно позитивную динамику на фоне слабых результатов предыдущего года. Компания достигла положительной операционной рентабельности по всем сегментам, а общая маржа OIBDA (4.6%) заметно приблизилась к годовому ориентиру в 5%. Тем не менее, долговая нагрузка Ситроникса остается достаточно высокой. Исходя из запланированного объема капитальных затрат, а также консервативного прогноза менеджмента по операционной прибыли, показатель Долг/OIBDA составит 5-6х по итогам 2007 года.

#### 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	-	-
1 кв. 2008	446	21	4.6%	-	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

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

**Заметно выросла маржа телекоммуникационного сегмента и потребительской электроники**

Основным результатом Ситроникса в I квартале стало заметное улучшение операционной эффективности по ряду направлений бизнеса. Так, убыточные в 2007 году сегменты телекоммуникационных решений и потребительской электроники (39% выручки), показали положительную рентабельность на уровне OIBDA – соответственно, 3.9% и 21.8%. Маржа OIBDA дивизиона IT-решений практически не изменилась по сравнению с 2007 годом – 2.7%. Наиболее прибыльным остается сегмент микроэлектроники (OIBDA \$11.4 млн), некоторое снижение рентабельности этого направления (на 2 п.п. до 15.2%) связывается с увеличением доли производства менее рентабельных смарт-карт.

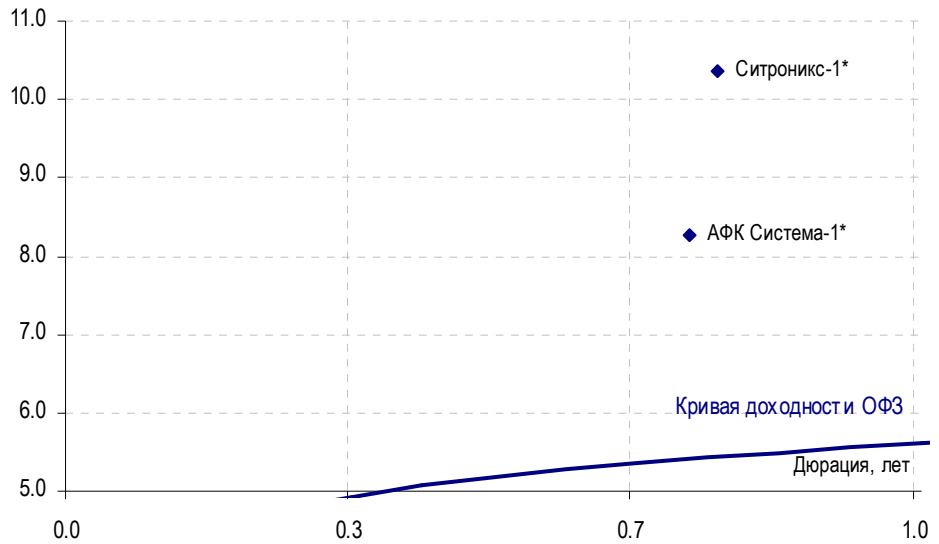
**Увеличение операционной эффективности отчасти связано с реализацией новой стратегии**

Существенный рост рентабельности в I квартале отчасти связан с реализацией новой стратегии Ситроникса, которая была принята в октябре 2007 года после прихода новой команды менеджеров. В качестве наиболее приоритетных задач на начальном этапе были выделены усиление кооперации между активами концерна и улучшение операционной эффективности. Тем не менее, несмотря на позитивные результаты I квартала, пока рано говорить о наметившейся тенденции к росту рентабельности Ситроникса. Во время вчерашней телеконференции менеджмент подтвердил озвученные ранее консервативные оценки роста выручки в 2008 году – 15%, и рентабельности OIBDA – 5%.

**Долговая нагрузка  
Долг/ОIBDA не должна  
превысить уровень 5-6х**

Объем капитальных вложений в 2008 году, по оценкам компании, не должен превысить \$100-110 млн, из которых порядка \$50 млн будет направлено на органическое развитие. Учитывая заявленные планы по операционной прибыли, инвестиционная программа Ситроникса будет практически полностью профинансирована за счет операционного денежного потока. При этом долговая нагрузка Долг/ОIBDA по итогам года не должна превысить уровень 5-6х.

**Доходность облигаций на 9 июня**



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

### 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.