

# Рублевые корпоративные облигации

3 сентября 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Ренессанс Кредит » стр. 2
- Центртелеком » стр. 4

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Москва отказывается от новых размещений » стр. 6

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- Дебютный выпуск ТГК-2 размещен на 3.1 млрд руб. из 4 млрд руб. под 11.25% годовых к оферте через 1 год

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46022 (9 млрд руб., дюрация 9.1 года)
4 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
6 сен	Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
9 сен	Размещение НПО Лавочкина-1 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
10 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (9 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.2 года)

### Лидеры роста

#### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВИА АИЖК-А	98.95	+ 10	0.8	*10.28%
Газпром-4	99.71	+ 7	1.4	8.61%
Мосэнерго-1	99.25	+ 5	1.0	*8.48%

#### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-6	98.75	+ 45	0.4	*11.40%
МТС-3	100.20	+ 35	1.7	*8.75%
УЭМ-1	98.35	+ 35	1.4	*9.68%

### Лидеры падения

#### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	82.40	- 50	5.5	12.09%
АИЖК-8	83.49	- 41	3.9	*12.81%
ЛУКОЙЛ-4	91.85	- 40	4.3	9.62%

#### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТМК-3	100.30	- 70	1.4	*9.59%
РусСтандарт-7	100.20	- 28	0.5	*12.13%
Зенит-3	100.20	- 20	0.7	*9.78%

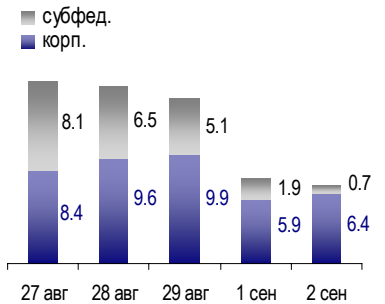
\*к оферте

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4515	- 0.6 %
Рублей за доллар США	24.7511	+ 0.7 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 106.63	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	9.26%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	+ 4 б.п.

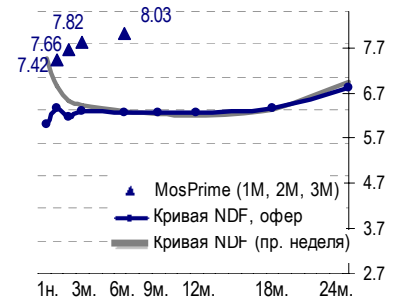
Остатки на к/с, млрд руб.	678.1	+ 7.4
Остатки на д/с, млрд руб.	78.0	+ 1.5
Сальдо операций с ЦБ	- 109.2	

## 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

### Банк Ренессанс Кредит – итоги первого полугодия по МСФО

*Ренессанс Кредит  
отчитался по МСФО за  
1п2008 года –  
результаты оцениваем  
положительно*

Вчера Банк Ренессанс Кредит (БРК: S&P B-; Moody's B1; Fitch B-) опубликовал полугодовую отчетность по МСФО. Мы позитивно оцениваем результаты банка – БРК, наконец, преодолел довольно трудный этап становления бизнеса и демонстрирует положительную динамику большинства финансовых показателей в 1п2008 года. Мы видим достаточно большую вероятность «апгрейдов» со стороны рейтинговых агентств, если банк покажет схожую динамику во второй половине года, однако не исключаем, что в уже краткосрочной перспективе прогнозы по рейтингам БРК могут быть пересмотрены в сторону повышения.

#### Основные показатели БРК за 1п2008 по МСФО

Год	Активы, млн. \$.	Резервы / кредитный портфель, %	Просрочка (60+) / кредитный портфель, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	Чистая процентная маржа, %	Комиссионный доход / усредненные активы, %	RoAA, %
1п2008	2464	4.66%	4.00%*	10.93%	5.36%	6.87%	2.24%
2007	1855	4.51%	5.74%	11.92%	1.07%	8.54%	0.83%
2006	538	3.76%	9.53%	13.62%	1.82%	4.54%	-4.79%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

\* Просрочка 90+ без учета штрафных комиссий и процентов

*Долгожданный рост  
доходности – основной  
позитивный момент*

Основным позитивным моментом мы считаем значительный рост доходности бизнеса БРК – чистая процентная маржа увеличилась в первом полугодии в 5 раз, а доходность активов почти в три раза. При этом мы отмечаем, что значительный рост доходности БРК был достигнут на фоне существенного удорожания стоимости ресурсов – соотношение процентных расходов к платным пассивам возросло на 20% по сравнению с 2007 годом. Такого эффекта банк смог добиться увеличив долю высокомаржинальных кредитов наличными и кредитных карт в портфеле (до 36% и 11% соответственно).

*Качество вновь  
выдаваемых ссуд  
заметно улучшилось*

Следующим важным фактором мы считаем стабилизацию объема проблемной задолженности в кредитном портфеле банка. Предоставленный банком анализ качества различных поколений кредитного портфеля говорит о значительном улучшении качества выдаваемых ссуд. Так просрочка более 30 дней по кредитам, выданным в марте 2008, составила 5.4%, в то время как годом ранее она составляла 7.9%. Мы полагаем, что такая динамика говорит о том, что БРК наконец приобрел достаточный масштаб бизнеса, отладив при этом механизмы управления риск-профилем кредитного портфеля и его доходности.

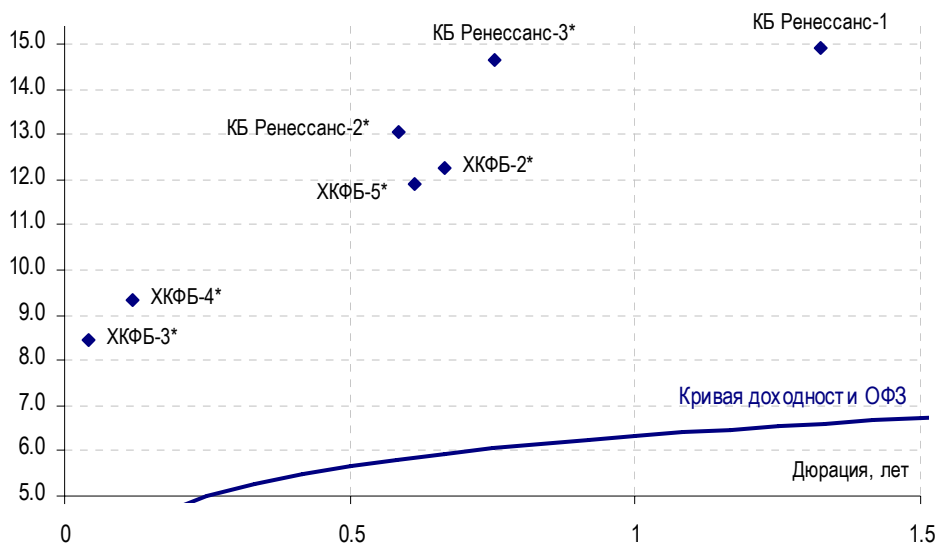
*База фондирования  
ограничена в текущих  
условиях рынка, но банк  
демонстрирует  
некоторые успехи*

Слабой стороной бизнес-модели БРК остается его база фондирования, ограниченная в основном «оптовыми» ресурсами. Тем не менее, предлагая кредиторам достаточно выгодные условия, банк демонстрирует определенные успехи в привлечении двустороннего финансирования – так, в 1п2008 года БРК привлек 2.8 млрд рублей долгосрочных кредитов от двух иностранных коммерческих банков по ставкам 12.5% и 13% годовых. При этом стоит отметить, что для поддержания темпов роста банк, судя по всему, не намерен увеличивать долю фондирования от связанных сторон, которая снизилась с 23% от обязательств банка в 2007 году до 20% в 1п2008 года.

*Кредитный профиль БРК  
оцениваем положительно,  
новый купон вполне  
адекватен*

В понедельник состоится оферта по первой серии рублевых облигаций БРК объемом 2 млрд рублей; банк установил новую ставку купона на уровне 14.5%, что эквивалентно доходности 15% к погашению в марте 2010 года (дюрация 1.31 лет). Новый ориентир предлагает премию в 230 б.п. к доходности выпуска УРСАБанк-7 (со схожей дюрацией), что, на наш взгляд, выглядит весьма привлекательно с учетом улучшающихся кредитных характеристик БРК. Стоит отметить, что, несмотря на привлекательную доходность, довольно длинная дюрация предлагаемого выпуска может отпугнуть часть инвесторов (тем более, что доходность более короткого третьего выпуска находится практически на таком же уровне), и мы не ожидаем, что БРК сможет целиком оставить выпуск «в рынке».

### Доходность облигаций на 2 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Центртелеком – итоги 1п2008 года по МСФО

**ЦТК опубликовал неплохие результаты по МСФО, но мы рекомендуем избавляться от бондов компании на оферте**

Центртелеком (S&P: B+; Fitch: B) отчитался за 1п2008 года по МСФО – мы считаем, что кредитные характеристики компании в целом выглядят достаточно крепко, однако несколько уступают таким МРК как УРСИ, Сибирьтелеком и Волгателеком. Завтра состоится оферта по рублевым облигациям Центртелекома пятой серии объемом 3 млрд рублей, и мы рекомендуем инвесторам избавляться от бумаг, т.к. не считаем новую ставку купона (9.3% - YTM 9.52%) соответствующей длинной дюрации и кредитному профилю компании в текущих рыночных условиях.

**Центртелеком – одна из самых слабых МРК с точки зрения инфраструктуры**

Центртелеком – МРК связи, оперирующая в Центральном федеральном округе (ЦФО), однако в зону ее покрытия не входит город Москва. Компания занимает лидирующие позиции в предоставлении услуг местной и внутризоновой связи с долей рынка около 70%. В сегменте «новых услуг» у Центртелекома гораздо менее значимые позиции - порядка 37% рынка. Компания также предоставляет услуги сотовой связи, однако рыночные позиции компании в сотовом сегменте очень слабы. Сеть Центртелекома демонстрирует самый низкий уровень цифровизации среди всех МРК – менее 58%.

#### Финансовые результаты Центртелеком по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	29 458	10 343	35.1%	22 549	2.2	3.9
2007	33 452	12 111	36.2%	21 467	1.8	6.1
1п2008	16 937	6 522	38.5%	21 446	1.6	6.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки в 2008 году замедлился из-за низкой доли доходов от «новых услуг»**

Результаты Центртелекома за 1п2008 года говорят о заметном замедлении темпов роста выручки компании - +1.5% против +13.5% в 2007 году. Рост выручки в 2007 году был обусловлен введением трехуровневой системы тарификации и принципа «платит звонящий», что позволило МРК значительно увеличить доходы от местной и внутризоновой связи. Доля доходов компании от услуг с большой добавленной стоимостью остается незначительной (14% выручки) – т.е. стагнация, которая наблюдается в 2008 году в сегменте регулируемых государством услуг местной связи (46% выручки), сказывается и на общей динамике доходов компании.

**Позитивный момент – рост рентабельности Центртелекома**

Позитивным фактором является продолжающийся рост рентабельности Центртелекома, который поддерживается в 2008 году за счет быстрорастущего сегмента широкополосного доступа в Интернет, а также высокой доли абонентов местной связи, выбравших самый дорогой безлимитный тариф. Центртелеком повысил тарифы на услуги местной связи во 2п2008 года до предельного уровня, установленного Федеральной службой по тарифам. По нашему мнению, повышение тарифов будет иметь минимальный положительный эффект, поскольку, скорее всего, также приведет к оттоку абонентов на менее выгодные для компании поминутный и комбинированный тарифы.

**Высокая эффективность для МРК с устаревшей инфраструктурой**

Показатели эффективности Центртелекома выглядят весьма неплохо, учитывая крайне низкий уровень цифровизации его сетей. Количество линий на одного сотрудника составляет порядка 166, а доля затрат на оплату труда - 39% от операционных расходов на конец 1п2008 года. Компания активно сокращает персонал – за последний год численность сотрудников Центртелекома сократилась на 22%, однако эффект от этого в большей части нивелируется повышением фонда оплаты труда (ФОТ сократился лишь на 4.7% за аналогичный период).

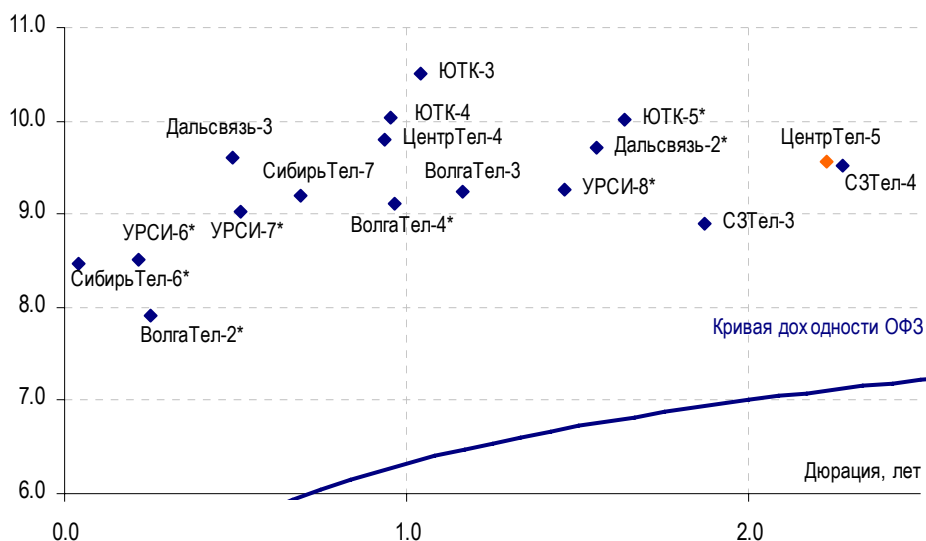
**Обновленные планы по капитальным затратам приведут к значительному росту долговой нагрузки**

Центртелеком пересмотрел свои планы по капитальным вложениям на 2008 год. Объем пересмотренной инвестиционной программы на 2008 год составил 13.5 млрд рублей, при этом лишь 2.5 млрд было инвестировано в 1п2008 года. Очевидно, что компании не хватит собственных ресурсов для осуществления столь масштабной инвестиционной программы и ей придется наращивать долговую нагрузку. Согласно заявлениям Центртелекома, порядка 3.4 млрд инвестиций будут профинансированы за счет лизинговых контрактов, т.е. не увеличивая балансовый объем долга. Но даже с учетом лизинга, мы ожидаем, что показатель Долг/ЕБИТДА приблизится и, вероятно, немного превысит уровень 2х по результатам 2008 года.

**Оба рублевых выпуска Центртелекома не выглядят привлекательно**

Как мы уже отмечали выше, при достаточно длинной дюрации доходность по новой ставке купона выпуска Центртелеком-5 выглядит явно нерыночной – по нашему мнению, выпуск имел бы шансы остаться «в рынке» при YTM от 11%. На рынке также торгуются рублевые облигации Центртелекома четвертой серии (5 млрд рублей), чьи котировки выглядят более реалистично – доходность 9.8% к погашению в августе 2009 года. По нашему мнению, «справедливая» доходность рублевых бондов Центртелеком-4 должна быть не менее 10.1%-10.2%, а, следовательно, ценового потенциала и в этом выпуске мы не видим.

### Доходность облигаций на 2 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ

---

### **Москва отказывается от новых размещений**

Вчера Москомзайм заявил, что в связи с хорошим исполнением бюджета и неблагоприятной ситуацией на долговом рынке столица окончательно отказалась от размещения облигаций в 2008 году. В действительности, в бюджете на этот год Москва заложила очень консервативные планы по сбору налогов: около 800 млрд. руб. по налогу на прибыль и подоходному налогу. Однако, по данным об исполнении бюджета за 2007 год, столица собрала по этим налогам в прошлом году около 930 млрд. руб. (планировалось всего 740 млрд. руб.). По всей России за 7 месяцев 2008 года объем налога на прибыль и подоходного налога по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличился на 43%. Таким образом, для Москвы собрать 1 трлн. руб. по этим налогам в 2008 году не является невыполнимой задачей.

Поэтому, дефицита, заложенного в законе о бюджете столицы (около 170 млрд. руб.), в этом году скорее всего не будет. Более вероятно, что Москва закончит 2008 год с большим объемом свободной наличности, в прошлом это не раз случалось. В подобных обстоятельствах занимать средства, да еще и по значительно повысившейся цене, по крайней мере, нелогично. В то же время, ничто не мешает Москве продолжать предоставление средств через операции РЕПО со своими облигациями весь этот год и первую половину следующего. По нашему мнению, объем предоставляемой ликвидности в будущем может даже несколько увеличиться.

---

**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	npatrahin@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.